

Le Problème Monétaire en France

après les Guerres de 1870-1871 et 1914-1918

Thèse pour le Doctorat en Droit

*Présentée et soutenue devant la Faculté de Droit de Paris
le 3 mars 1923, à deux heures*

Par Jacques LAGRENÉE

Auditeur à la Cour des Comptes
Licencié ès lettres
Diplômé de l'École des Sciences politiques

JURY { *Président : M. Charles RIST, professeur.*
Suffragant : M. ALLIX, professeur.
Suffragant : M. DOLLÉANS, chargé de cours.

PARIS

“ LES PRESSES UNIVERSITAIRES DE FRANCE ”

49, Boulevard Saint-Michel, 49

1923

Le Problème Monétaire en France

après les Guerres de 1870-1871 et 1914-1918

Thèse pour le Doctorat en Droit

*Présentée et soutenue devant la Faculté de Droit de Paris
le 3 mars 1923, à deux heures*

Par Jacques LAGRENÉE

Auditeur à la Cour des Comptes

Licencié ès lettres

Diplômé de l'École des Sciences politiques

JURY { *Président : M. Charles RIST, professeur.*
Suffragant : M. ALLIX, professeur.
Suffragant : M. DOLLÉANS, chargé de cours.

PARIS

“ LES PRESSES UNIVERSITAIRES DE FRANCE ”

49, Boulevard Saint-Michel, 49

1923

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.



Le Problème Monétaire en France

Après les guerres de 1870-1871 et de 1914-1918

INTRODUCTION

Le problème de la restauration monétaire dans un grand nombre de pays est l'un de ceux qui dominent à l'heure actuelle la reconstitution économique mondiale. Si l'Europe subit directement les conséquences des bouleversements inouïs qui se sont produits ces dernières années, et se produisent encore journellement dans la valeur de diverses monnaies, le monde entier en ressent les atteintes. C'est là une des manifestations les plus apparentes de la solidarité qui unit les différents peuples.

Le développement continu et rapide des échanges internationaux avait été le trait caractéristique du dix-neuvième siècle, et du début du vingtième. La production s'était accrue dans des proportions considérables par la constitution du marché mondial. L'établissement de tarifs douaniers protectionnistes avait bien exercé une influence restrictive, mais dans l'ensemble assez faible. Ces échanges étaient grandement facilités par la stabilité de la valeur des monnaies des principaux pays. Il existait en réalité un étalon international, l'or, auquel la plupart des systèmes monétaires se trouvaient ratta-

chés. Les caractéristiques légales de l'unité de valeur variaient bien suivant les Etats, mais les diverses monnaies avaient cependant pour lien commun le métal dont elles étaient composées, et la comparaison se bornait à celle des poids d'or qui y étaient contenus. L'existence de cette commune mesure assurait aux prix sur les divers marchés une assez grande uniformité. S'il se produisait des variations dans la valeur de l'or, elles affectaient tous les peuples en même temps et constituaient un facteur dont personne ne cherchait sérieusement à atténuer les effets. Cette situation avait contribué à accroître dans une très large mesure les possibilités d'échange et la production.

Il faut bien dire que souvent l'on ne se rendait pas compte de tous les avantages procurés par la possession de systèmes reposant sur une base stable. C'est seulement lorsqu'on en est privé qu'on sait les apprécier comme il convient.

La monnaie sert d'intermédiaire dans les échanges et de mesure des valeurs. Une mesure n'est satisfaisante que si elle reste fixe, car la monnaie sert aussi à conserver la valeur, ce qui veut dire que son détenteur doit pouvoir la garder pendant une longue période sans que l'ensemble des prix subisse des variations sensibles. Il faut pouvoir mettre en réserve un pouvoir d'achat et être certain de ne pas le trouver diminué lorsqu'on voudra l'utiliser. L'importance fondamentale de cette propriété s'impose sans conteste quand on songe au rôle sans précédent que jouent dans les sociétés modernes les engagements et créances à plus ou moins long terme libellés en unités monétaires. Les contrats qui s'éta-

blissent de la sorte prévoient le versement, de l'une des parties à l'autre, d'un montant déterminé de ces unités, telles qu'elles sont fixées par la loi, car pour rendre leur conclusion plus facile, le législateur, après avoir défini le poids et le titre de la monnaie, dispose que toute dette d'argent se libère par le versement de monnaie ayant cours, c'est-à-dire répondant à la définition donnée par la loi. L'article 1895 du Code civil, comme de nombreuses législations étrangères, dispose que c'est toujours la valeur nominale qui est due dans un contrat portant sur de la monnaie.

L'origine de cette règle est la vieille théorie de la fixation de la valeur de l'unité monétaire par la volonté du Prince. Mais on peut dire aussi que l'emploi habituel de la monnaie dans toutes les transactions quotidiennes amène les hommes à la considérer comme l'étalon absolu de la valeur. Ils sont donc conduits à trouver parfaitement naturelles des dispositions semblables à celle de l'article 1895 : « L'obligation qui résulte d'un prêt en argent n'est toujours que la somme numérique énoncée au contrat. S'il y a eu augmentation ou diminution d'espèces avant l'époque du paiement, le débiteur doit rendre la somme numérique prêtée, et ne doit rendre que cette somme dans les espèces ayant cours au moment du paiement ». C'est le maintien de la règle de notre ancien droit que Pothier commentait en disant que la valeur de la monnaie est fixée par la loi, et que sa puissance d'achat ou de libération ne dépend pas des conventions privées. « Une personne en prêtant une somme, ajoutait-il (1),

(1) Prêt de consommation, n° 37.

ne peut exiger d'être remboursée en pièces identiques de poids et de titre, car le Prince distribuant la monnaie aux particuliers pour leur servir de signe de la valeur de toute chose, elle n'appartient aux particuliers que sous ce regard et ne peut par conséquent que sous ce regard faire la matière des contrats de commerce tels que le prêt. On ne peut donc prêter la monnaie en elle-même, mais seulement comme signe de la somme qu'il a plu au Prince de lui faire signifier. Toute convention contraire doit être rejetée comme contraire au droit public et à la destination que le Prince a faite de la monnaie ».

C'est au nom de cette règle que l'on a prétendu justifier la plupart des altérations subies par les diverses monnaies au cours des siècles ; car l'histoire monétaire n'est au fond qu'une longue suite d'altérations. On peut bien dire qu'aucun pays n'y a échappé, et il n'y a de différence entre eux que par le niveau auquel elles ont pu être arrêtées. Les débiteurs ont été avantagés, au détriment de leurs créanciers. D'ailleurs Pothier exprimait son opinion personnelle en termes tout différents de ceux avec lesquels il commentait la règle suivie (1) : « Il faut pourtant convenir que le prêteur à qui on rend la somme qu'il a prêtée en espèces augmentées, souffre un préjudice du prêt qu'il a fait ; car outre qu'il aurait profité de l'augmentation s'il n'eut pas fait le prêt et qu'il eut gardé ses espèces, c'est que cette valeur qu'on lui rend n'est égale que *nomine tenus* à celle qu'il a prêtée : car comme les marchandises augmentent de prix à mesure que les espèces augmentent, cette somme ou valeur qu'on lui

(1) Cité par Ducrocq, études d'histoire financière et monétaire.

rend ne pourra pas lui procurer des choses dont il a besoin, autant que pouvait lui en procurer celle qu'il a prêtée. Il n'a donc pas le même moyen, il est donc moins riche, ce n'est donc que *nomine tenus* qu'on lui rend autant qu'il a prêté, et quant à l'effet, on lui rend moins ».

Ce n'est guère qu'au dix-neuvième siècle que les gouvernements ont rompu avec ces pratiques détestables. Certes des altérations se sont produites en certain nombre pendant cette période, mais beaucoup de pays, et parmi eux les plus importants, y avaient échappé. On avait bien vu certains Etats, à la suite de difficultés financières pendant lesquelles justement le signe monétaire avait subi des atteintes, promettre à leurs prêteurs nouveaux le remboursement des sommes empruntées, dans des conditions telles que ceux-ci étaient garantis contre un affaiblissement éventuel de la monnaie du pays. Les emprunts d'or, ou la stipulation du service des coupons et de l'amortissement en une ou plusieurs monnaies étrangères répondaient à des nécessités de ce genre. Mais il n'était pas question d'imposer de pareilles obligations aux principales puissances. Leur signature inspirait toute confiance, et l'intégrité de leur système monétaire ne paraissait pas en jeu. La dernière guerre a montré qu'il en était autrement.

On conçoit de quelle importance était le choix de l'étalon qui servait de base à ces systèmes qui paraissaient si stables, puisque l'idéal dans ce domaine est la fixité.

Les grandes nations, après avoir hésité pendant une

partie du dix-neuvième siècle entre le monométallisme or et le bimétallisme se sont à peu près toutes ralliées, en fait sinon en droit, au premier. L'or possédait en effet au plus haut degré les qualités requises pour servir de monnaie. La valeur d'un poids déterminé d'or n'était cependant pas absolument constante; elle subissait certaines variations, mais faibles et lentes, qui avaient une importance pratiquement négligeable pendant la durée d'une génération. Les études faites à la statistique générale de la France montrent que de 1810 à 1840 le coût de la vie aurait haussé d'environ 14 0/0, de 1840 à 1870 de 23 0/0. A partir de cette date, les progrès des communications et de l'industrie amenèrent une augmentation considérable des quantités de produits jetés sur le marché, et l'or paraît avoir recouvré une fraction du pouvoir d'achat qu'il avait perdu pendant la période précédente. Vers 1897 la hausse recommence. De 1900 à 1910 elle est de 4 à 5 0/0; de 1910 à 1913 de 7 à 8 0/0. En somme sur un espace de temps de plus d'un siècle, l'écart total ne paraît pas avoir dépassé beaucoup 50 0/0.

En Angleterre la stabilité du prix resta aussi la caractéristique fondamentale de cette longue période (1). On note à peu près le même niveau des prix dans les années 1826, 1841, 1855, 1862, 1867, 1871 et 1915. Les prix étaient au même niveau en 1844, 1881 et 1914. Si l'on désigne par 100 l'index number de ces dernières années, on trouve que pendant une période d'environ un siècle, de 1826 au commencement de la guerre, la

(1) Keynes. *Reconstruction in Europe*. 5. The consequences to Society of changes in the value of money.

fluctuation a été de 30 points au maximum dans chaque sens, l'index number n'ayant jamais dépassé 130 et n'étant jamais tombé au-dessous de 70.

L'or n'avait donc pas une valeur absolument invariable, mais il n'en possédait pas moins une stabilité remarquable qui maintenait à la monnaie qu'il constituait un pouvoir d'achat sensiblement constant. C'est pourquoi il était reconnu comme métal étalon par excellence. On avait vu l'Union latine suspendre la frappe de l'argent, les Etats-Unis adopter définitivement l'or, la Russie, l'Autriche faire choix de l'or pour leur restauration monétaire. C'est à l'or que l'on avait rattaché un certain nombre de pays à circulation d'argent ou de papier, par le système du Gold exchange standard. L'adoption quasi universelle de l'étalon or maintenait avant la guerre les variations du change dans des écarts très faibles. Elle assurait la liaison des grands marchés financiers : « Les déficits momentanés de la balance des comptes étaient comblés avec une merveilleuse aisance par le flux et le reflux des titres internationaux et des capitaux à court terme, s'écoulant d'une place à l'autre aux moindres variations du change ou de l'escompte » (1).

La guerre est venue briser ce mécanisme remarquable. Toutes les monnaies ont vu leur pouvoir d'achat diminuer; la plupart ont subi une dépréciation par rapport à l'or, et l'or lui-même a perdu de sa valeur.

C'est le cours forcé qui est responsable de cette dépréciation par rapport à l'or. Tant que le billet de banque

(1) Le retour à l'or. *Moniteur des intérêts matériels*.

est remboursable à vue contre du métal, il ne se produit pas de scission entre la valeur de l'un et de l'autre. Le public, sachant qu'il pourra obtenir des espèces à volonté, ne juge pas utile de se munir d'une monnaie moins commode que le billet pour les paiements de quelque importance. Il n'en est plus de même lorsque le billet de banque devient inconvertible. Il n'est plus possible d'obtenir de l'or pour payer les déficits de la balance des comptes. Les gold points ne viennent plus limiter la hausse du prix des créances sur l'étranger. Le billet de banque inconvertible se déprécie. On a vu et on voit encore ce phénomène se produire dans des cas assez nombreux. C'est ainsi que les banques d'émission des anciens neutres ne donnent pas d'or contre leurs billets. Elles suivent cette politique en raison de l'incertitude de l'avenir et parce qu'elles considèrent leur réserve d'or comme inutilisable à l'heure actuelle dans les conditions d'avant-guerre. Cependant ces réserves métalliques en Danemark, en Hollande, en Suisse, dépassent les deux tiers des billets en circulation. En Espagne, on a même vu à un moment donné le cours du change descendre à un niveau tel que la valeur de la réserve d'or dépassait la valeur or des billets émis. Néanmoins les risques actuels sont trop grands, la situation politique, économique et financière mondiale n'est pas assez stable pour que cette ligne de conduite ait quelque chance d'être modifiée dans un avenir prochain. M. Vissering, Président de la Banque Néerlandaise, la justifiait en ces termes (1) : « Lorsque la grande hausse du dollar des Etats-Unis commença, la Banque

(1) Revue économique internationale juin 1922.

Néerlandaise a cessé de livrer de l'or parce qu'elle prévoyait que cette position de la hausse du dollar s'était produite artificiellement, l'Amérique étant devenue subitement créditrice de l'Europe dans une proportion anormale, à cause des livraisons beaucoup trop abondantes de marchandises qui s'y trouvaient entassées. Cette position de créditrice des Etats-Unis qui fut ainsi créée en dehors des règles saines économiques, devait apporter une telle dislocation des cours du change qu'il ne serait plus possible de les dominer par des livraisons d'or. Il fallait d'après l'opinion de la Banque Néerlandaise que cette maladie trouvât sa guérison en elle-même, par une diminution des importations venant des Etats-Unis et par des économies accompagnées d'augmentation de production dans les pays d'Europe. Temporairement la Hollande devait donc subir une dépréciation du florin envers le dollar des Etats-Unis. Délivrer de l'or au cours de cette maladie serait absolument inutile pour la Hollande et ne ferait à la longue que nuire à sa force ».

M. R.-J.-H. Patijn exprimait une opinion analogue (1) : « La direction de la Banque Néerlandaise a été à plusieurs reprises en butte à la critique pour le motif qu'elle n'était pas disposée à céder une partie considérable de son or, même aux moments où le florin était en perte vis-à-vis du dollar de 25 à 30 0/0. La Banque Néerlandaise, disait-on, laisse déprécier le florin sans nécessité : notre peuple payerait pour le grain américain et par conséquent pour son pain, un prix moins élevé si la banque pouvait se décider à transférer en Amérique

(1) Revue économique internationale juin 1922.

l'excédent de sa couverture métallique. Toutefois cette critique n'est pas fondée. Les cours du florin subissent à l'égard du dollar les mêmes fluctuations que la livre sterling, le franc suisse, le franc belge et le franc français. Il y a évidemment en action des causes que la Banque Néerlandaise ne pourrait pas dominer par la cession de quelques centaines de millions d'or. Elle n'obtiendrait ainsi rien de plus qu'un résultat très momentané et insignifiant. Par contre son bilan produirait une impression de solidité bien moins grande qu'en ce moment. Le danger n'est pas imaginaire que cela pourrait être le signal de l'exode d'une partie des capitaux étrangers qui ont amené dans notre pays une abondance d'argent très désirable. Dans ce cas le cours du florin serait influencé dans une proportion plus grande que celle dont il pourrait bénéficier par suite d'une cession d'or. La Banque Néerlandaise a donc agi sagement en conservant provisoirement sa réserve d'or intacte : il arrivera certes un moment où l'on pourra retirer bien d'autres avantages d'une cession d'or qu'actuellement ».

Les banques d'émission, gardiennes des réserves d'or nationales, appréhendent donc de laisser sortir du métal, quitte à exposer le change de leur pays à une certaine dépréciation. A vrai dire celle-ci n'est jamais très forte. La valeur du billet est soutenue par l'impression que le cours forcé peut être levé d'un jour à l'autre. D'autre part le pouvoir d'achat de la population diminue légèrement, ce qui tend à rétablir le change au pair, en rendant les importations plus difficiles, les exportations plus faciles.

Malheureusement l'interdiction de sortie de l'or pour

les besoins du commerce et la suspension du remboursement des billets en espèces n'ont souvent pour but que de permettre des émissions excessives de monnaie de papier. La valeur des billets dépend dans ce cas de la quantité qui en circule, des craintes que l'on a de voir se poursuivre les émissions ou, au contraire, de la bonne impression qui résulte des entraves apportées à l'accroissement de celles-ci. Le pays qui est soumis à l'inflation subit alors tous les inconvénients qui proviennent des variations rapides et importantes de la valeur de la monnaie. C'est à l'intérieur la hausse des prix, à l'extérieur la hausse des changes avec leurs conséquences funestes et innombrables.

Il suffit pour s'en rendre compte de comparer les variations minimales des prix au cours d'un siècle, dont il était question plus haut, aux mouvements extraordinaires des neuf années qui viennent de s'écouler.

VARIATIONS DES INDICES DES PRIX DE GROS (1)

(Moyenne mensuelle)

Années	Grande-Bretagne (2)	France	Italie	États-Unis (3)	Japon	Suède
1913	100	100	100	100	100	100
1914	99	102	96	100	95	116
1915	123	140	133	101	97	145
1916	160	189	201	124	117	185
1917	206	262	299	176	149	244
1918	227	340	409	196	196	339
1919	242	357	464	212	239	330
1920	295	510	624	244	260	347
1921	188	345	577	155	200	211
1922 (avril)	159	314	527	152	201	165

(1) Bulletin mensuel de statistique de la Société des Nations.

(2) Moyenne de la statistique de l'Economist, Statist et Board of trade.

(3) Statistique du bureau du travail.

Suivant les pays considérés, en 1920 les prix de 1913 ont donc été multipliés par des coefficients de 2,5 à plus de 6. En 1922 ces derniers s'élevaient de 1,5 à plus de 5. Jamais encore on n'avait assisté à un pareil bouleversement des valeurs.

On ne peut, à vrai dire, imputer au cours forcé et à l'inflation la totalité de la hausse des prix. Il faut aussi faire état en particulier de l'accroissement de la demande due à la guerre et de la diminution générale de la production. Cependant les causes indépendantes de l'inflation voient certainement diminuer peu à peu leur influence, bien que certaines d'entre elles, le relèvement général des tarifs douaniers par exemple, viennent encore exercer une action sensible.

Il existe une corrélation remarquable entre l'inflation et la hausse des prix. On peut le vérifier aisément dans les pays où règne le cours forcé. On s'expliquerait moins facilement qu'une certaine hausse subsiste aux Etats-Unis qui ont toujours conservé une monnaie d'or si l'on ne se rappelait qu'il s'y est produit une inflation de métal jaune, en raison des envois faits de toutes parts, envois qui à l'heure actuelle continuent sur une large échelle, puisque les Etats-Unis sont l'unique débouché de l'or répandu ou produit dans le monde entier. Leur part proportionnelle dans les réserves métalliques mondiales est passée de 17 0/0 à 37 0/0. En huit ans ils ont presque quadruplé leur stock d'or.

On a signalé très justement que depuis 1914 un grand fleuve de métal jaune s'est écoulé d'Europe en Amérique et au Japon, en sens inverse de celui qui aux ^{xv}^e et ^{xvi}^e siècles avait inondé l'Europe, et le dépassant de

beaucoup par son ampleur. De même que ce premier afflux avait été la cause d'une importante hausse des prix en Europe, de même le second a eu lui aussi pour conséquence une hausse des prix dans les pays qui le recevaient.

L'or a perdu, depuis la guerre, son caractère de monnaie internationale. Dans le monde entier, sauf aux Etats-Unis, la sortie de l'or est étroitement surveillée, le plus souvent même interdite. Dans les pays qui sont soumis au cours forcé, il se cache dans les coffres des banques et dans les cachettes particulières. Il est passé en somme à l'état de monnaie américaine. Tant que les autres pays n'auront pas rétabli l'équilibre de leur balance des comptes et vu remonter la valeur de leurs billets à la parité métallique ancienne ou nouvelle, le flot d'or continuera à se déverser sur les Etats-Unis, jusqu'au jour où la hausse des prix qui s'y produira peut-être peu à peu de ce fait, jointe aux efforts des autres nations pour obtenir une balance des comptes favorable et permettre à nouveau l'entrée de l'or, rendra progressivement à celui-ci sa qualité d'étalon international (1). Il est possible qu'à ce moment, en raison de l'accroissement de la demande, son pouvoir d'achat hausse, et par conséquent entraîne une baisse générale des prix dans les pays qui l'auront comme monnaie.

(1) On peut citer à cet égard l'exemple récent donné par la Suisse. Jusqu'aux derniers mois de 1921 le dollar avait fait une prime de 10 à 15 % sur le franc suisse. A partir d'octobre 1921 ce dernier à son tour et par suite de circonstances diverses fit une prime de 1 à 2 % sur le dollar. On vit alors plusieurs centaines de millions de francs d'or entrer en Suisse et ce métal reparaitre dans la circulation. Puis peu à peu cette situation se modifia et le franc suisse subit à nouveau une légère dépréciation par rapport au dollar.

L'institution d'un nouvel étalon international ne pourrait améliorer la situation actuelle. Tant que l'équilibre de la balance des comptes et une parité adéquate n'auront pas été rétablis par chaque pays, toute monnaie internationale nouvelle irait se concentrer aux Etats-Unis sans remplir aucunement son rôle. La seule conséquence qui pourrait en résulter serait une hausse des prix dans la grande république américaine et le rapprochement du pouvoir d'achat du dollar de celui des monnaies européennes avariées. Bien que de nombreux projets de nouvelles monnaies internationales aient pour auteurs des Américains, il est peu probable qu'aucun d'eux voie jamais le jour, car les Etats-Unis accepteraient difficilement, pour bien des raisons dont toutes ne seraient pas d'ordre économique, de participer à la restauration monétaire des autres Etats en dépréciant leur propre étalon de la valeur.

Un très grand nombre de pays sont donc actuellement au régime du papier-monnaie, et souffrent de l'instabilité des prix et des changes. Tous leurs efforts doivent tendre à rendre une fixité relative à leur monnaie, en la rattachant à l'or comme auparavant. Mais on hésite le plus souvent sur la meilleure façon de procéder.

La France elle aussi a subi les conséquences de l'inflation. Les caractéristiques de son système monétaire avant la guerre étaient les suivantes :

La circulation comportait en premier lieu des pièces d'or et d'argent, frappées par l'Etat suivant un titre et un poids fixé législativement depuis 1803. Elle comportait encore, à côté du numéraire, de la monnaie de papier émise par la Banque de France, établissement

privilegié doté du monopole d'émission, suivant les règles contenues dans l'acte constitutif de la Banque : couverture par du numéraire et par des effets de commerce à trois signatures, avec obligation de rembourser à première demande, en espèces, les billets présentés au guichet. La monnaie de papier circulait au pair avec le métal puisqu'elle était échangeable à tout instant contre lui. Une émission surabondante de billets pour des usages commerciaux ne pouvait être effectuée, puisque le papier en excès dans la circulation était rapporté à la Banque et que le remboursement en était demandé. D'ailleurs le montant des émissions devait rester inférieur à une limite fixée par le Parlement. Ainsi la circulation, tout en s'adaptant automatiquement aux besoins des échanges, reposait sur une base métallique solide.

Tel était le système monétaire de la France aussi bien à la veille de la guerre de 1870 qu'à la veille de celle de 1914.

Il était le fruit d'une lente évolution, non encore achevée d'ailleurs en 1870, qui sans modifier dans leur essence les principes fondamentaux de 1803, établissant le bimétallisme, devait, dès 1878, par la suspension de la frappe des pièces de 5 francs en argent ayant pouvoir libératoire illimité à l'exclusion des autres pièces divisionnaires, transformer la France de pays théoriquement bimétalliste en monométalliste or.

Quant aux billets de banque, le monopole d'émission, établi en 1848 en faveur de la Banque de France, explique la place considérable tenue par cet établissement dans l'organisation économique nationale. Son

billet a tendu de plus en plus à se substituer dans les transactions journalières aux espèces métalliques qui sont allées s'entasser dans ses caisses. Le cours légal, qui est en quelque sorte une reconnaissance officielle, établi puis supprimé en 1848, fut rétabli en 1870 et définitivement maintenu. La monnaie usuelle, en dehors des transactions de peu d'importance devint le billet, et la diffusion de celui-ci, favorisée par l'abaissement du montant des coupures, est allée sans cesse en croissant. La solidité du crédit de la Banque, le maintien de règles très sages à l'émission, l'ont fait pénétrer le plus en plus dans la circulation et recevoir par le public à l'égal de l'or et de l'argent avant 1870, à l'égal de l'or seul avant 1914.

Le système monétaire de la France vient d'être profondément ébranlé, et le problème qui se pose à l'heure actuelle est de savoir quelle ligne de conduite il faut suivre pour le rétablir sur une base stable. Les causes de tout le mal sont le cours forcé et les avances de la banque d'émission auxquelles ce pays a dû recourir par deux fois à moins d'un demi-siècle d'intervalle pour subvenir aux dépenses entraînées par des guerres avec l'Allemagne.

On sait qu'après 1870 le cours forcé a duré pendant huit ans, au bout desquels il a pu être aboli. Il n'est donc pas sans intérêt de signaler les faits qui ont caractérisé cette période, les conditions dans lesquelles on a été amené à rétablir le remboursement des billets en espèces sans abandonner le pair antérieur, et les moyens employés pour arriver à ce but.

Cette étude permettra de faire une comparaison entre la situation actuelle et celle d'il y a cinquante ans, de se rendre compte des ressemblances ou dissemblances qu'il y a entre les deux époques, et d'établir si l'on peut tirer argument de ce qui s'est passé alors pour en faire application, toutes proportions gardées, aux circonstances présentes.

Enfin seront examinées les solutions que l'on propose de donner au problème monétaire, les difficultés auxquelles on se heurte, et les moyens par lesquels on peut espérer sortir un jour de l'instabilité et revenir à une saine monnaie.

PREMIÈRE PARTIE

Le Problème Monétaire après la guerre de 1870-1871

CHAPITRE I

Le cours forcé

A la veille de la guerre de 1870, la situation monétaire de la France était excellente. La circulation se trouvait abondamment pourvue de pièces d'or et d'argent, et l'on évaluait à près de quatre milliards de francs le montant des métaux précieux existant dans le pays. L'encaisse de la Banque de France avait pour la première fois dépassé un milliard le 12 décembre 1867. On en était même venu à se plaindre de l'abondance du numéraire et l'on parlait ironiquement de la grève du milliard qui sommeillait dans les caves de la banque d'émission. « Ce chiffre élevé de l'encaisse, disait le rapport de la Banque sur l'année 1868, s'explique par la plus grande circulation du billet à l'intérieur, par l'emploi moins actif du capital disponible, et par l'affluence continue de l'or arrivant de l'étranger partout où le change nous est resté favorable. S'il y a eu quelques sorties d'or

nécessités par des emprunts de l'étranger, il nous est venu à Paris de l'extérieur pendant l'année 1868 une somme de 242 millions en lingots ou espèces ». En 1865, 1866 et 1867, la banque avait reçu 194, 451 et 264 millions d'or. Elle devait en recevoir encore 63 en 1869.

Au 7 juin 1870 la circulation des billets s'élevait à 1.375 millions contre une encaisse de 1.311 millions. Il est nécessaire de remarquer qu'à ce moment ces billets n'avaient pas cours légal. Personne n'était obligé de les accepter, mais grâce à la confiance qu'ils inspiraient, à la commodité que présentait leur emploi, ils tendaient chaque année à se substituer de plus en plus dans la circulation à l'or et à l'argent. L'expérience heureuse du cours forcé en 1848 avait affirmé le crédit de la Banque, et sous le second Empire les émissions, dont le maximum n'était alors réglé par aucune mesure législative, s'étaient élevées peu à peu en proportion des besoins de la circulation, du développement des affaires et de l'accroissement du stock métallique du pays.

Les événements de juillet 1870 ne pouvaient manquer d'amener un resserrement du marché monétaire, et de jeter une profonde perturbation dans les transactions. L'inquiétude causée par la déclaration de guerre et surtout par les premiers succès des armées allemandes suscitèrent de nombreux retraits à la Banque de France.

En quinze jours les demandes d'espèces s'élevèrent à 120 millions. Le commerce s'empressa de faire escompter ses effets pour se constituer des disponibilités. Enfin, le 18 juillet, le Gouvernement se fit consentir une avance de 50 millions contre remise de bons du Trésor. L'encaisse qui dès le 14 juillet n'était plus que de

1.240 millions, tomba à 1.029 millions le 11 août. Ainsi la Banque avait-elle porté le taux de son escompte du chiffre de 2 1/2 0/0 auquel il avait été maintenu sans variation depuis le 31 mai 1867 à 3 0/0 le 18 juillet, à 3 1/2 le 19, à 4 le 22, à 5 le 1^{er} août; à 6 le 10 août. Le 12 août une loi prorogeait d'un mois les délais dans lesquels devaient être faits les protets, en raison des entraves de tout genre mises au recouvrement des effets de commerce. Cette prorogation contribua à obliger la Banque, qui devait renoncer à compter sur des rentrées qui lui permittaient de rembourser ses billets, à subir le cours forcé, puisqu'il était nécessaire de ne pas restreindre les avances et escomptes. La loi du 12 août ordonnait l'acceptation des billets comme monnaie légale par les caisses publiques et les particuliers, autorisait la suspension du remboursement en espèces, et fixait à 1.800 millions le maximum de l'émission. Deux jours après une nouvelle loi élevait ce montant à 2.400 millions.

Ce n'était pas pour permettre à l'Etat d'emprunter à la Banque que l'on s'était décidé à prendre cette mesure, mais seulement pour éviter des retraits exagérés qui auraient pu réduire dangereusement l'encaisse. Si l'Etat s'était fait consentir un prêt de 50 millions, il émettait en même temps un emprunt de 800 millions qui devait lui permettre de faire face pendant un certain temps aux dépenses de la guerre. Mais l'opinion publique, au mois de juillet, s'inquiétait de voir diminuer l'encaisse et une campagne était menée pour réclamer l'établissement du cours forcé. Cette campagne inspira à Wolowski une lettre adressée le 29 juillet au journal « La France », où

il exposait l'erreur et le danger de cette mesure. « Elle emprisonnera bien, écrivait-il, le milliard de la Banque, mais on ne peut rien sur les 3 ou 4 milliards de métaux précieux que possède la France. On va précipiter l'exportation du métal au lieu de l'arrêter. Le cours forcé serait non seulement une mesure inutile puisque le milliard de la Banque ne servirait plus à rien, mais encore une mesure désastreuse, car l'étranger n'y verrait qu'un aveu de faiblesse de notre part ». Il considérait la diminution de l'encaisse comme inévitable et ne s'en effrayait pas. Au contraire avec le cours forcé la monnaie allait perdre toute valeur fixe. « Les transactions seront condamnées aux vacillations de l'hypothèse et aux incertitudes de l'arbitraire ».

Lors de la discussion qui eut lieu le 11 août au Corps Législatif, le rapporteur fit valoir que le projet de loi établissant le cours forcé n'était pas commandé par une impérieuse nécessité, et que la situation de la Banque de France en donnait une preuve évidente, puisqu'elle avait encore à ce moment plus d'un milliard d'encaisse. Mais, ajoutait-il, la mesure proposée est une disposition de sage prévoyance : de telles mesures sont dangereuses et inefficaces quand elles sont tardives et imposées par l'épuisement des ressources métalliques; elles sont bien-faisantes et salutaires lorsque dans des circonstances semblables à celles où nous nous trouvons, elles ont pour effet de permettre à la Banque de donner une plus grande extension à ses opérations, et de venir en aide d'une façon puissante au commerce et à l'industrie ».

Henri Germain déclara que puisqu'on craignait de manquer de numéraire il n'y avait qu'à en acheter avec

des valeurs mobilières étrangères, mais le ministre des Finances défendit la mesure en disant que si on n'y la prenait pas, l'encaisse de la Banque allait être épuisée à bref délai. Le concours que la Banque apportait à l'industrie et au commerce devrait donc cesser, et c'était là justement ce qu'il fallait éviter. Il critiqua vivement les achats d'or faits à prime par la Banque, alors qu'elle maintenait d'autre part le remboursement en espèces de ses billets, ce qui aurait permis aux spéculateurs de vendre à prime à la Banque contre ceux-ci l'or même qu'ils se seraient procuré au pair en les présentant à ses guichets. « La confiance dans les billets à cours forcé, conclut-il, sera d'autant plus grande qu'on saura que ces billets ont un gage réel dans les caisses mêmes de la Banque ».

Le lendemain, au Sénat, Michel Chevalier fut seul à s'opposer au projet de loi. Il déclara qu'il croyait la mesure dangereuse si on ne la limitait pas, et donna en exemple les Etats-Unis qui étaient alors au cours forcé. Enfin il demanda que l'on ne dépassât pas le chiffre de la circulation des derniers jours. Le ministre des Finances lui répondit que dans ce cas la Banque de France ne pourrait plus venir en aide au commerce, et la loi fut votée à l'unanimité moins une voix.

Il n'était guère possible à ce moment d'agir autrement, et le concours fourni par la Banque permit de liquider beaucoup d'affaires en train, et d'attendre les événements. Sans le cours forcé elle n'aurait certainement pas pu remplir son rôle. Elle-même avait demandé cette mesure, et sut en user avec prudence et modération. Aussi la limite fixée par la loi du 14 août fut-elle

loin d'être atteinte puisque la circulation ne dépassa pas 1.800 millions en 1870. Mais l'encaisse à la fin de l'année était tombée à 500 millions.

Cependant l'aide accordée par la Banque à l'Etat n'avait pas tardé à prendre une extension considérable. Jusqu'au 4 septembre elle n'avait encore avancé que 140 millions; mais après cette date les difficultés financières s'aggravèrent, surtout en province où la délégation de Tours devait faire face à des dépenses très élevées. Un emprunt de 250 millions avait bien été négocié au mois d'octobre avec la maison anglo-américaine Morgan, mais son produit avait été rapidement absorbé. Aussi fallut-il faire appel de nouveau à la Banque de France, qui avança encore 200 millions le 30 novembre, puis 400 millions le 11 janvier 1871.

Après la signature de l'armistice, les besoins de l'Etat restèrent pressants. Une notable étendue du territoire national était envahie; l'administration en partie désorganisée. Les impôts entraient mal et il était difficile de faire immédiatement appel au crédit. On rapporte que Pouyer Quertier, nommé ministre des Finances le 25 février 1871, ayant demandé au directeur du mouvement général des fonds quelle était l'encaisse du Trésor, se vit répondre qu'elle s'élevait à 500.000 francs. On cherchait quelle combinaison adopter pour mettre des ressources à la disposition de l'Etat. On pensa un moment à émettre un papier-monnaie d'Etat, mais on préféra continuer à utiliser le billet bien connu de la Banque. Du 13 mars au 30 juin 1871 les nouvelles avances au Trésor s'élevèrent à 655 millions, si bien qu'à la dernière de ces dates le total des avances autorisées atteignit

1.530 millions, en y comprenant l'avance permanente de 60 millions établie lors du renouvellement du privilège en 1857.

Aussi, au mois d'août, Michel Chevalier était-il fondé à écrire que le bilan de la Banque constatait qu'elle était devenue avant tout une machine à l'usage du gouvernement, et que c'était seulement tout à fait en seconde ligne qu'elle était une institution commerciale. Le portefeuille d'effets de commerce ne s'élevait en effet qu'à 563 millions. A partir de ce moment, le montant des avances au Trésor cessa de s'accroître. La loi du 21 juin 1871 ratifiait une convention fixant à 200 millions par an le montant des remboursements de l'Etat, pour 1872 et les années suivantes.

Par contre les affaires avaient repris, et les besoins du commerce augmentaient sans cesse. La limite égale des émissions, reconnue insuffisante, fut élevée à 2.800 millions le 29 décembre 1871, à 3.200 millions le 15 juillet 1872. En fait la circulation ne dépassa pas 2.400 millions en 1871, 2.700 millions en 1872, pour s'élever en 1873 au maximum de 3.071 millions. Puis elle se mit à diminuer lentement en raison des remboursements de l'Etat, pour se fixer à partir de 1874 autour d'une moyenne de 2.500 millions, soit près du double de celle d'avant la guerre.

Entre temps, l'encaisse passée par un minimum de 398 millions au début de 1871, s'était ensuite relevée aux environs de 700 millions pendant les années 1872 et 1873, pour atteindre 1.500 millions en 1875 et 2.195 millions en 1877. Le cours forcé fut aboli en janvier 1878.

Les avances à l'Etat et les remboursements à la Banque sont résumés dans le tableau suivant (en millions de francs) :

Avances à l'Etat :		Remboursements à la Banque :	
Avance permanente (loi 9 juin 1857)	60	En août 1871 la Caisse des Dépôts et Consignations remboursa les 40 millions avancés le 30 novembre 1870, mais ceux-ci furent de suite repris pour le compte du trésor.	
18 juillet 1870	50	Les 60 millions de l'avance permanente n'entraient pas en ligne de compte. De plus 45 millions sont restés sans utilisation. Ont donc été employés 1.425 millions.	
18 août 1870	50	Ils ont été remboursés aux dates suivantes :	
23 septembre 1870	75	1872	200
30 novembre 1870	200	1873	200
30 nov. 1870 (Avance à la Caisse des Dépôts et Consignations pour le service des Caisses d'épargne) ..	40	1874	200
11 janvier 1871	400	1875	270
13 mars 1871	50	1876	217
31 mars 1871	90	1877	38
15 avril 1871	75	1878	235,3
17 mai 1871	150	14 mars 1879	64,7
10 juin 1871	80		
30 juin 1871	210		
		Total	1.425
Total	1.530		

CHAPITRE II

Les conséquences du cours forcé

Quelles pouvaient être les conséquences de ces émissions considérables de billets à cours forcé ? La proportion de l'encaisse à la circulation était tombée à un moment donné au-dessous de 30 0/0, alors qu'auparavant elle se tenait aux environs de 80 0/0. Ne pouvait-on pas craindre une dépréciation notable du billet se traduisant par une hausse des changes à l'extérieur, par une hausse des prix à l'intérieur ? Michel Chevalier ne dissimulait pas ses appréhensions : « Il y a quelque chose d'inquiétant, disait-il, dans la contexture du bilan que la Banque de France présente chaque semaine. Ce n'est pas sans regret que nous remarquons la continuité des demandes que le gouvernement adresse à la Banque. C'est une fois la paix signée et l'excuse de guerre disparue que, par une erreur bien regrettable, au lieu de diminuer les avances exorbitantes que le Trésor avait arrachées à la Banque pendant cette fatale guerre, on a décidé qu'on les accroîtrait de nouveau. Nous sommes sur le mauvais revers de la montagne ».

On peut citer encore l'opinion de Bismarck qui n'avait accepté qu'avec répugnance le versement en billets de

la Banque de France d'une partie de l'indemnité de guerre : « Je n'y ai consenti, dit-il devant le Reichstag, que sous la condition d'un paiement immédiat, parce que si nous connaissons à présent le cours de ces billets de banque, leur valeur dans l'avenir est pour nous une chose inconnue ».

Par contre, des paroles optimistes avaient été prononcées par Thiers à la séance du 20 juin 1871 de l'assemblée nationale : « Nous avons demandé à la Banque 1.330 millions, qu'elle n'est pas fâchée de nous avoir prêtés, car en le faisant elle ne s'est pas fait tort, et elle n'a pas fait tort au public; mais en servant l'intérêt de l'Etat elle s'est couverte d'honneur, j'ose le dire, car ce grand établissement, en partageant les charges de l'Etat, inspire une telle confiance que le billet de banque aujourd'hui est égal à l'or, et même dans certaines contrées supérieur de quelques centimes ».

Au moment où Thiers s'exprimait ainsi, le change français sur Londres était en effet légèrement favorable. L'émission de l'emprunt de deux milliards avait fait affluer les souscriptions de l'étranger, si bien que la Livre Sterling avait coté quelques centimes de moins que le pair. Mais c'était un phénomène tout passager dû à des causes accidentelles, et dès la fin de ces transferts de fonds, le change anglais se releva. Voici d'ailleurs quels avaient été ses mouvements depuis la déclaration de guerre. Alors qu'en temps normal il variait de 21 fr. 15 à 25 fr. 19, il s'était élevé à 25 fr. 45 au milieu du mois d'août 1870 après les premières défaites françaises. En mars 1871 le cours de la Livre Sterling varia de 25 fr. 27 à 25 fr. 30 : à la fin de mai on cota 25 fr. 30;

au 20 juin 25 fr. 32. Aussitôt l'emprunt annoncé, la Livre ne valut plus que 25 fr. 20, puis après quelques jours se releva à 25 fr. 35.

Aussi Juglar s'éleva-t-il avec force à ce moment contre la prétendue prime du billet de la Banque de France. Il exposa que depuis près d'une année la France avait peu travaillé et n'avait pas été en mesure de vendre beaucoup à l'étranger pour compenser l'achat des matières premières et de tout ce qui était nécessaire à la consommation du pays. Les espèces métalliques exportées avaient permis de maintenir le change jusqu'alors, mais la Banque n'en donnant plus, celui-ci devait tendre à devenir défavorable, comme dans tous les pays où il avait un excès de circulation de papier.

En 1870, le cours du change sur Londres n'avait pas dépassé 25 fr. 45. En octobre 1871 il allait atteindre 26 fr. 18 en raison des besoins considérables de créances sur l'étranger nécessaires pour effectuer les versements dûs à l'Allemagne. Cette hausse du change avait pour conséquence l'exportation du numéraire, entraînant ainsi une crise monétaire pour les petits paiements. On pouvait craindre qu'une émission supplémentaire de billets ne l'accentuât encore plus. Or, à la fin de l'année 1871, celle-ci paraissait devoir s'imposer à bref délai.

Thiers exposa ces questions dans un discours à l'Assemblée Nationale le 7 décembre 1871. Traitant de la crise monétaire due aux paiements faits à l'Allemagne, il s'exprima ainsi : « La difficulté ne consistait pas à trouver à emprunter et à réaliser immédiatement le produit des emprunts; elle consistait à payer deux milliards hors de France. Nous avons acheté du papier à l'étran-

ger : en achetant du papier nous avons fait nécessairement monter le change; la hausse du change a fait sortir le métal. La sortie du métal, bientôt accélérée et accrue par la spéculation qui exagère tous les mouvements, a produit la rareté du numéraire, et par suite une difficulté dans les paiements qui a été un moment très vivement sentie. Cette difficulté s'est d'abord produite dans les petits paiements, surtout dans ceux qui étaient moindres de 20 francs, parce que pour ceux-là la Banque de France n'avait pas de billets à offrir au public, ses coupures n'étant pas encore descendues au-dessous. Pour les paiements au-dessus, c'est-à-dire pour ceux qui s'effectuent avec des billets de 50, 100, 500, 1.000 francs, la difficulté de s'acquitter ne s'est pas fait sentir au public, mais à la Banque, qui a failli plusieurs fois être arrêtée dans ses émissions par la limite de 2.400 millions que vous lui avez imposée.

Quelques mesures passagères, mais bien calculées, comme les petites coupures qu'ont émises des établissements solidement garantis et surtout les versements du Trésor qui a pu augmenter l'actif de son compte courant avec la Banque, nous ont permis de franchir l'espace qui nous séparait du 4 décembre, moment où vous pouvez, la loi à la main, faire disparaître toutes les difficultés. Les principales difficultés à lever sont au nombre de deux : la première consistant dans la limite de 2.400 millions imposée aux émissions des billets de la Banque, limite trop étroite dans les circonstances présentes, et la seconde consistant dans le défaut de coupures au-dessous de 20 francs. Une fois ces deux mesures adoptées, aucune difficulté sérieuse n'est à prévoir dans

la circulation monétaire, et tout nous fait espérer une marche facile des affaires et un nouvel et heureux mouvement du crédit public ».

En conséquence il était proposé d'élever à 2.800 millions la limite d'émission de la Banque et d'autoriser celle-ci à émettre des coupures de 5 et 10 francs.

La limite de 2.400 millions avait placé en effet la Banque dans une situation difficile. Au mois de novembre, par suite de ses avances à l'Etat, elle ne disposait plus que de 90 millions de billets à émettre, puisque sa circulation atteignait 2.310 millions. Or elle devait aux comptes courants particuliers 380 millions qui pouvaient lui être réclamés à vue, et qu'elle n'aurait pu payer qu'en prélevant près de 300 millions sur son encaisse métallique déjà fort diminuée.

Elle défendait sa réserve de billets en maintenant son taux d'escompte à 6 0/0 et en réduisant les bordereaux qu'on lui présentait. Aussi les plaintes du commerce, dont l'activité s'accroissait de jour en jour, étaient-elles vives.

L'élévation de la limite d'émission de la Banque avait d'ailleurs de nombreux adversaires. Certains, et en particulier Wolowski, préconisaient l'émission d'un emprunt qui aurait permis à l'Etat de rembourser la Banque en totalité, ou tout au moins en partie, si bien que celle-ci aurait été mise à même de répondre aux demandes du commerce sans accroître son émission. De plus la quantité de billets en circulation aurait diminué, ce qui aurait eu pour conséquence de réduire la dépréciation du papier, qui se manifestait d'une manière sensible.

Un nouvel emprunt présentait encore à leurs yeux l'avantage d'empêcher une hausse trop rapide des fonds publics, et de laisser le temps aux capitalistes étrangers d'en prendre davantage. Il en résulterait une diminution des exportations de numéraire, et une amélioration du change. La rente 5 0/0 s'était élevée en quelques mois de 85 à 95 francs, et à ce dernier cours l'étranger non seulement n'en achetait plus, mais encore il revendait celle qu'il avait souscrite.

Le Gouvernement n'était pas partisan d'un nouvel emprunt si rapproché du précédent. Il tenait à ménager le crédit public auquel il allait être nécessaire d'avoir encore recours à bref délai pour compléter les versements à faire à l'Allemagne. Déjà l'émission d'un emprunt de deux milliards avait paru une opération extrêmement hardie. Bien que son succès eut été complet, il paraissait opportun de ne pas essayer de la renouveler si vite. C'est pourquoi le Gouvernement inclinait de préférence à élever le maximum d'émission de la Banque.

On s'accordait généralement à approuver l'addition à la circulation de petites coupures pour remédier à la crise monétaire. La rareté du numéraire était due tout d'abord à la thésaurisation des particuliers, qui en ces temps de trouble et d'inquiétude avaient caché leurs pièces d'or et d'argent. Dès le mois d'octobre 1870, des chambres de commerce, des municipalités avaient demandé que des mesures fussent prises pour obvier à l'insuffisance du numéraire. A Paris, pendant toute la guerre, la Banque de France n'avait pas cessé de fournir la monnaie d'argent nécessaire aux petites transactions.

La crise ne prit une véritable acuité qu'au milieu de l'année 1871 par suite des paiements en espèces effectués en Allemagne et de la hausse des changes étrangers qui faisait rechercher les métaux précieux pour l'exportation. Le règlement des salaires des ouvriers, le commerce de détail et les approvisionnements domestiques étaient devenus très difficiles. Les émissions supplémentaires de la Banque avaient été faites en grosses coupures, qui ne pouvaient suppléer les monnaies d'or et d'argent dans la majorité du nombre des transactions.

En raison des circonstances, l'émission de billets de faible valeur fut tolérée à plusieurs sociétés financières de Paris et des départements. A Paris, un syndicat composé des principales banques de la place émit des billets de 5, 2 et 1 francs, garantis par un dépôt de billets de la Banque de France à la Caisse des Dépôts et Consignations. La circulation maxima en atteignit une trentaine de millions, mais ne tarda pas à diminuer, puis à disparaître quand la Banque de France put émettre des coupures de 5 francs, comme elle y fut autorisée par la loi du 29 décembre 1871. D'ailleurs les pièces d'or et d'argent réapparurent bientôt et une situation monétaire exactement semblable à celle qui avait précédé la guerre se rétablit rapidement en France.

Un semblable résultat était dû à la disparition presque complète de la prime des changes étrangers dès 1872, et à un retour à un change favorable dès 1874. Le cours le plus élevé de la Livre Sterling avait été atteint en octobre 1871 à 26 fr. 18. En 1872 le cours minimum est de 25 fr. 26 en avril, le maximum de 25 fr. 68 en

novembre. En 1873 on va de 25 fr. 33 en mars à 25 fr. 57 en juin. En 1874 le pair est définitivement regagné.

La prime de l'or a subi des variations parallèles à celles du change, comme le montrent les chiffres suivants (1) :

1871 1 ^{er} juillet .. 2 à 3 p. mille	1872 10 mai 3 p. mille
— 8 août 3 à 4 —	— 10 juin 7 à 8 —
— 2 octobre ... 14 —	— 31 juillet .. 12 à 15 —
— 9 octobre ... 16 à 17 —	— 20 septembre 12 à 14 —
— 12 octobre .. 20 à 22 —	— 20 octobre .. 14 à 16 —
— 16 octobre .. 24 à 25 —	— 31 octobre .. 15 à 17 —
— 24 octobre .. 20 à 22 —	— 11 novembre 13 à 15 —
— 22 novembre 17 à 20 —	— 31 décembre 11 à 12 —
— 30 novembre 14 à 16 —	1873 10 janvier .. 12 à 13 —
1872 31 janvier .. 13 à 14 —	— 10 février .. 11 à 12 —
— 10 février .. 11 à 12 —	— 20 février .. 9 à 12 —
— 28 février .. 7 à 8 —	— 30 juin 11 à 12 —
— 20 mars 4 à 5 —	— 10 septembre 9 —

Il est moins aisé de donner des chiffres au sujet des variations des prix. Mais les auteurs de l'époque ne mentionnent pas de hausse sensible. Voici par exemple les prix d'un certain nombre de céréales (2) (à l'hectolitre) :

	1862	1871	1872	1874
Froment.	21,39	25,61	23,03	21,24
Méteil	17,06	20,42	17,89	17,56
Seigle	13,74	15,06	14,01	15,37
Orge.	10,52	12,61	11,17	14,05
Sarrasin	12,92	11,03	10,67	12,55
Maïs.	9,14	14,30	14,17	14,39
Avoine.	7,52	9,76	8,15	11,55

(1) Léon Say. Rapport sur le paiement de l'indemnité de guerre.

(2) Statistique de la France.

Il y a lieu de remarquer que le prix élevé du blé en 1871 est dû pour partie à une récolte médiocre, celle-ci n'ayant atteint que 72 millions d'hectolitres contre 100 en 1862.

Dans l'ensemble, on ne constate donc pas pour 1871 et 1872 de hausse des prix qui dépasse notablement celle qui peut être due en temps ordinaire aux variations habituelles dans l'abondance des récoltes. La dépréciation monétaire ne paraît pas avoir eu d'action appréciable.

A quelles causes faut-il attribuer cette stabilité remarquable des prix et des changes ?

Il n'est pas douteux que la Banque de France n'a pas cessé d'inspirer pleine confiance au public. En 1848 elle s'était déjà tirée sans dommage du cours forcé. Son indépendance relative vis-à-vis de l'Etat lui avait permis de résister à de pressantes sollicitations de la part de celui-ci. A plusieurs reprises on avait vu le conseil de régence opposer un ferme refus à des demandes nouvelles. Le pays était convaincu en outre que le cours forcé n'était, comme en 1848, qu'un expédient provisoire, auquel il serait bientôt mis fin. A défaut d'un emprunt destiné à rembourser les avances de la Banque, les conventions qui dès juin 1871 réglèrent leur amortissement au moyen d'une annuité de 200 millions, contribuèrent pour une bonne part à donner au public cette confiance qui permit à la monnaie fiduciaire de circuler presque sans dépréciation.

Cependant, quelle que soit la confiance inspirée par une banque qui émet du papier-monnaie, il est un fait qui exerce une influence décisive : la circulation ne

devient-elle pas trop abondante pour les besoins ? Dans l'affirmative, comme le surplus n'est pas exportable, il réagit sur les prix, les fait hausser, et, le pouvoir d'achat de la monnaie nationale diminuant, les changes étrangers s'élèvent.

Les circonstances ont fait qu'après la guerre de 1870, la circulation accrue n'a pas été surabondante. Les émissions furent relativement modérées, et si l'on observe qu'une somme de un milliard de monnaie métallique fut exportée directement par le Trésor, ou indirectement par les spéculateurs, pour répondre aux besoins de change entraînés par les premiers versements de l'indemnité de guerre, on se rend compte que les nouvelles émissions de billets de banque ne furent pas en disproportion marquée avec les besoins du pays. Henri Germain, au début de novembre 1871 (1), préconisait l'émission de billets de 20, 10 et 5 francs qui auraient comblé dans la circulation le vide laissé par la disparition des pièces d'or et d'argent. D'après lui il était facile de prévoir ce que la circulation pourrait demander et supporter sans dépréciation. Il n'y avait qu'à examiner ce qui se passait dans différents pays qui utilisaient la monnaie de papier. Aux Etats-Unis, sur 3.500 millions, 2 milliards étaient représentés par des coupures ne dépassant pas 50 francs. En Italie 400 millions sur 800 se composaient de billets de 50 à 1 franc. En Autriche, sur 1.500 millions, 800 étaient en coupures de 1 à 20 florins. En Irlande et en Ecosse, sur 300 millions, moitié étaient représentés par des coupures n'ayant pas

(1) *Journal des Débats*, 12 novembre 1871.

une valeur supérieure à 50 francs. En France, au contraire, en juin 1871, la circulation qui s'élevait à 2.328 millions, se composait de 1.900 millions représentés par des billets de 100 à 1.000 francs et de 400 millions seulement par des billets de 20 à 50 francs. « Si la proportion était en France ce qu'elle est partout ailleurs, concluait Henri Germain, les coupures de 5 à 50 francs devraient représenter une somme égale à celle des coupures de 100 à 1.000 francs et par conséquent 1.900 millions, soit 1.500 millions de plus que le chiffre actuel. On voit qu'on a devant soi une marge immense qu'il ne sera pas nécessaire d'atteindre de longtemps ».

L'augmentation du nombre des petites coupures nécessaires était d'ailleurs constaté par la Banque de France dans son rapport sur l'année 1871 : « A mesure que la monnaie fiduciaire devient l'instrument principal et presque exclusif des échanges, la circulation tend, en diminuant sur les gros billets, à se concentrer sur les moyennes et basses coupures ».

L'accroissement du nombre de ces dernières en France pendant les premières années qui ont suivi la guerre de 1870 est tout à fait remarquable, comme le montre le tableau de la page 38. On y voit l'importance prise à partir de 1871 par les coupures de 50 francs et au-dessous. En 1870 elles ne constituent même pas un trentième de la circulation; en 1873 elles en dépassent le tiers, alors que la circulation avait doublé.

Les circonstances mêmes, demandaient un accroissement des moyens de paiement. Les monnaies d'or et d'argent avaient disparu de la circulation que l'augmentation du nombre des paiements au comptant néces-

NOMBRE ET NATURE DES BILLETS EN CIRCULATION

	27 janvier 1870	13 janvier 1871	25 janvier 1872	30 janvier 1873	29 janvier 1874	28 janvier 1875	27 janvier 1876	25 janvier 1877
5.000 francs	7	7	7	7	6	6	6	6
1.000 —	880.141	868.535	802.149	775.412	719.297	822.297	895.506	1.101.123
500 —	290.556	367.188	424.018	427.354	404.312	431.922	454.035	483.737
200 —	23.467	14.893	12.211	6.830	4.833	4.094	3.626	3.410
100 —	3.976.483	5.695.770	7.100.301	8.059.719	8.844.848	9.698.075	11.111.521	11.893.648
50 —	858.237	3.406.586	5.288.089	6.136.905	5.493.126	6.410.499	3.576.440	2.002.765
25 —	»	7.465.933	10.428.836	4.457.466	1.142.357	190.150	59.365	39.810
20 —	»	1.607.493	10.088.859	26.839.158	31.423.130	14.986.159	4.052.126	1.301.259
5 —	»	»	»	21.327.212	18.724.520	1.342.701	346.342	257.724
Valeur des billets d'anciens types.	464.100	462.550	462.050	456.250	455.000	452.250	145.000	443.000
Valeur totale de la circulation.	1.471.141.650	2.014.309.635	2.451.029.880	2.858.619.270	2.832.689.825	2.641.081.935	2.497.956.155	2.661.958.600

sitait plus abondante. Les mouvements de fonds considérables, résultant de l'émission des deux grands emprunts, avaient eu des conséquences semblables. Les affaires avaient repris avec une certaine activité. Le rapport de la Banque de France sur l'année 1872 remarquait que si quelques industries souffraient, comme celle des tissus, d'autres, telles que les fers, la houille, la céramique, jouissaient d'une grande prospérité. En outre, l'abondance des récoltes jetait dans les transactions une masse considérable de produits. La récolte de blé atteignit le chiffre élevé de 119 millions d'hectolitres en 1872 et devait continuer à être très abondante pendant plusieurs années encore. L'accroissement des moyens de paiement a donc correspondu pour partie à une reprise d'activité des transactions, pour partie au remplacement du métal exporté ou thésaurisé. « L'acceptation universelle des billets de la Banque dans le pays, concluait le rapport, le ferme maintien de leur valeur nominale, attestent la solidité et le crédit de notre monnaie fiduciaire, dont l'émission est et sera toujours réglée sur les véritables et légitimes besoins du public ».

Quant aux espèces métalliques envoyées à l'étranger, elles revinrent en France très rapidement. En 1871, au moment où l'exportation des métaux précieux s'effectuait sur une large échelle, des esprits timorés se figuraient que l'indemnité de guerre tout entière allait être payée en numéraire à l'Allemagne. Ils voyaient déjà la France dépouillée de toute sa circulation métallique et l'Allemagne amassant des trésors pour n'en rien faire pendant des années. Une des origines de cette crainte

était que l'Allemagne constituait un trésor de guerre en espèces, mais celui-ci n'atteignit jamais que 112.500.000 francs. Tout l'or remis par la France ne pouvait donc pas y être enfoui comme dans un tombeau. Le retour rapide des métaux précieux vint réduire à néant ces appréhensions.

Un semblable phénomène tenait à la situation créditrice de la balance des comptes du pays. Cependant, les charges qui pesaient sur elle à ce moment étaient particulièrement lourdes. Il fallait verser une contribution de guerre de cinq milliards, c'est-à-dire qu'il fallait obtenir des moyens de payement sur l'étranger pour une somme égale.

Fait remarquable, la guerre n'a pas entraîné pour la balance du commerce, qui constitue l'élément principal de la balance des comptes, le déficit que l'on aurait pu craindre. Par suite de la brève durée des hostilités, la France put trouver sur son propre sol la plus grande partie de ce dont elle eut besoin, sans avoir à procéder à des achats trop considérables au dehors. En 1871, cependant, les importations dépassèrent de près de 700 millions de francs les exportations, en raison particulièrement des achats de céréales rendus nécessaires par une mauvaise récolte; mais ce déficit fut presque contrebalancé par les excédents d'exportation des deux années suivantes. La guerre avait été courte, et malgré l'invasion, les forces productrices du pays étaient restées à peu près intactes. Aussi vit-on la France se relever rapidement, accroître largement son commerce extérieur, alors que chez les autres nations une crise sévissait en 1873, et remettre son budget en équilibre. Ce

prompt redressement surprit beaucoup ses ennemis, qui avaient cru l'abattre pour longtemps.

En 1874, l'économiste allemand Wagner reconnaissait, dans un ouvrage sur les finances de l'empire d'Allemagne, que lors de la signature des Préliminaires de Versailles, on avait éprouvé un certain embarras pour trouver la dénomination fidèle du paiement imposé à la France. Ce n'était pas en effet une indemnité de guerre, puisque son chiffre dépassait de beaucoup les dépenses faites par l'Allemagne, qui, d'après les évaluations les plus larges, ne s'élevaient pas à plus de 1.500 millions, faisant ressortir un excédent de près de 4 milliards : « La somme ne présente rien d'exorbitant, écrivait Wagner, dès qu'on lui assigne son véritable caractère qui est celui d'une pénalité de guerre (Kriegs-strafe). La fixation devait être élevée, non seulement dans l'intérêt financier de l'Allemagne, mais aussi pour infliger à la France un ineffaçable souvenir. La contribution imposée devait par son énormité même exercer une pression sur les finances et sur l'économie entière de la France. Elle appliquait la peine d'une confiscation partielle des ressources nationales ».

Les temps ont bien changé depuis lors, et ce n'est pas dans la bouche des vainqueurs de 1918 que l'on trouve des paroles semblables. Il n'est plus question de pénalité, de châtement, de remboursement des frais de guerre, même, mais seulement de réparation des dommages subis.

Après la guerre de 1870, malgré la charge écrasante qui lui était imposée, la France fit honneur à sa signature, sans pour cela négliger sa restauration écono-

mique. Aussi M. De Kardoff pouvait-il déclarer à la séance du Reichstag du 18 novembre 1874 que la nation française avait donné un exemple de puissance financière comme aucune nation n'en avait jamais fourni.

Wagner prétendait avoir une opinion moins favorable : « La France, écrivait-il en 1874, tend à se persuader que la liquidation de la guerre se trouve accomplie. En effet, les pertes subies depuis 1870 ont été couvertes par les emprunts et par les avances de la Banque de France, c'est-à-dire par une création correspondante de papier-monnaie. Les nouveaux appels au crédit ont provoqué pour une large part les souscriptions du dehors, et une grande opération internationale de change lui a permis de se libérer vis-à-vis de l'Allemagne. Mais pour la majeure partie de la somme, la France n'a fait que changer de créanciers. En place de l'Empire allemand, elle a maintenant à payer les souscripteurs étrangers de la rente. Les Français eux-mêmes n'ont fourni leur portion de l'emprunt qu'en aliénant les placements faits au dehors ».

Cet exposé ne laisse pas d'être empreint d'un certain dépit à la vue de la facilité relative et de la grande rapidité avec laquelle la France s'était libérée de sa dette. En somme, Wagner constate que la réalisation des placements à l'étranger et l'action du crédit international ont singulièrement facilité le payement de la contribution de guerre. Ceci est indéniable, mais ce que l'écrivain allemand ne fait pas ressortir, c'est que la France avait la volonté de payer, et que tous ses efforts tendaient à se libérer de sa dette aussi rapidement que possible.

Aujourd'hui où les rôles sont renversés, on cherche en vain la volonté de paiement de l'Allemagne, bien qu'elle soit sortie matériellement indemne d'un conflit qui s'est poursuivi hors de son territoire. Il n'est donc pas inutile de rappeler la ligne de conduite de la France il y a un demi siècle, de montrer comment, tout en préservant son change d'une dépréciation importante et durable, elle a pu s'acquitter en près de deux ans d'une indemnité de guerre dont l'importance démesurée souleva alors l'étonnement indigné du monde civilisé.

Tout paiement de peuple à peuple nécessite une double opération : création des ressources nécessaires, puis transfert des fonds recueillis d'un pays dans l'autre au moyen d'une opération de change. On sait comment la France a émis en 1871 et 1872 deux grands emprunts d'ensemble 6 milliards. Mais c'est la question du transfert qui doit attirer spécialement l'attention, puisque cette demande considérable de créances sur l'étranger, qui aurait été de nature à provoquer la dépréciation du change, n'a eu pour résultat que d'insignifiantes dénivellations.

Les Préliminaires de paix, signés à Versailles le 26 février 1871 avaient imposé à la France le principe du paiement de cinq milliards de francs, dont un milliard en 1871 et le reste en l'espace de trois années. L'article 7 du Traité de Francfort précisait les époques et les formes des versements. Les échéances étaient fixées comme suit (1) :

(1) Léon Say. Rapport sur le paiement de l'indemnité de guerre.

30 jours après le rétablissement de	
l'ordre dans Paris	500.000.000 »
Dans le courant de 1871.....	1.000.000.000 »
Le 1 ^{er} mai 1872	500.000.000 »
Le 2 mars 1874	3.000.000.000 »
Total.....	5.000.000.000 »

Il fallait en outre payer le 3 mars de chaque année les intérêts au taux de 5 0/0 l'an sur les trois derniers milliards.

Les modes de paiement consistaient en or ou argent, en billets de la Banque d'Angleterre, de la Banque de Prusse, de la Banque royale des Pays-Bas, de la Banque Nationale de Belgique, en billets à ordre ou en lettres de change négociables de premier ordre, valeur comptant sur ces mêmes pays, les paiements faits en valeurs autres qu'allemandes, étant convertis en valeurs allemandes aux frais du Gouvernement français, par le Gouvernement allemand.

En fait, par suite de divers paiements faits en compte ou en billets de la Banque de France, le solde à verser en numéraire ou en valeurs allemandes fut ramené à 4.550.000.000 francs. Les sommes remises à l'Allemagne en principal, intérêts et frais s'élevèrent au total de 5.315.758.853 fr. 29 qui peuvent être classées en trois catégories :

Des compensations pour	325.098.400 »
Des billets de banque, des monnaies allemandes, de l'or et de l'argent pour	742.334.079 03
Des lettres de change pour.....	4.248.326.374 26
Total.....	5.315.758.853 29

On voit le rôle considérable joué par les créances sur l'étranger. Pour se les procurer, on mit à profit l'émission des emprunts de 1871 et 1872. Il n'est pas inutile de rappeler que ces emprunts furent offerts à un taux d'intérêt réel élevé : le premier était du 5 0/0 émis à 82 fr. 50; le second du 5 0/0 également, à 84 fr. 50. La souscription du premier emprunt fournit 400 millions de change, celle du second 1.370 millions.

On s'était attaché à faciliter les souscriptions à l'étranger, ou le paiement en valeurs étrangères de souscriptions faites en France. Les monnaies étrangères furent reçues avec une certaine prime. L'institution à Londres d'une agence financière permit de recueillir une grande quantité de change. Un système de commissions accordées par le Trésor à ses correspondants à l'étranger favorisait la libération en change. De plus, au moment de l'émission de l'emprunt de 1872, un traité fut passé avec un syndicat de banquiers pour la fourniture de 700 millions de francs en devises étrangères. Le reste du change nécessaire fut successivement acheté sur le marché.

Léon Say remarque dans son rapport sur le paiement de l'indemnité de guerre que la France n'a pas paru appauvrie de l'opération qui a fait passer l'énorme capital de cinq milliards de France en Allemagne; la circulation n'a pas été troublée; les changes ont varié dans des limites très faibles; il n'y a pas eu de dépréciation sensible du billet de banque. Il se pose la question de savoir comment la France a pu faire naître tant de créances sur l'étranger. Il y répond en disant que 50 ans avant la guerre de 1870, il n'y avait pas d'autres opérations internationales que les affaires de marchandises ou

de numéraire; que depuis 25 ans on constatait dans les affaires internationales l'importance de plus en plus grande prise par les opérations sur valeurs mobilières. Il attribue aux arbitrages de titres internationaux et au paiement des coupons de ces titres la remarquable facilité avec laquelle la France s'est acquittée de son indemnité de guerre.

On évaluait à 800 ou 900 millions de francs par an, avant 1870, les créances sur l'étranger dont bénéficiait la France du fait des coupons de valeurs mobilières et des dépenses d'étrangers établis ou voyageant dans ce pays. Une grande partie de cette somme était investie dans de nouveaux placements extérieurs, et le solde seul de ces deux opérations influait sur la balance des comptes. Il y a tout lieu de penser que pendant les trois années qui suivirent la guerre, ce solde s'accrut largement. Au lieu, comme ils en avaient l'habitude, de réinvestir chaque année à l'étranger une somme à peu près égale au montant des coupons qu'ils recevaient, les Français ont arrêté, pour un temps, ces placements nouveaux, par conséquent réduit notablement un élément débiteur de la balance des comptes, et même liquidé une partie des titres acquis antérieurement, deuxième et important élément de créances sur l'étranger.

Ils étaient incités à le faire pour souscrire aux emprunts nationaux dont on a vu plus haut le taux d'intérêt élevé, ce qui les rendait bien plus avantageux que les placements détenus auparavant. Les cours de presque toutes les valeurs internationales montèrent dans une proportion assez importante en raison du

rétablissement de la paix en Europe après une période troublée. Le crédit de tous les Etats en profita momentanément. Le trafic des lignes de chemins de fer se développa. Les Français purent se défaire à des cours avantageux de nombreuses valeurs étrangères et souscrire à leur place des titres de rente.

La France a donc simplement cédé à l'Allemagne des créances qu'elle avait sur l'étranger. De là vient qu'il est résulté dans le change fort peu de trouble du versement des cinq milliards, opération qui a passé alors pour colossale et qui dans tous les cas donne un exemple remarquable de transfert de capitaux de peuple à peuple sur une large échelle.

Ainsi les deux grands emprunts émis après la guerre ont attiré les souscriptions de l'extérieur et provoqué l'aliénation d'une masse de titres étrangers dont les Français étaient possesseurs.

L'épargne nationale a certainement été stimulée par le grand nombre de versements échelonnés qui ont incité beaucoup de personnes à souscrire en escomptant leurs économies probables ou même seulement possibles. Par suite des engagements pris, beaucoup d'entre elles furent amenées à réduire leurs dépenses un peu au-dessous de leur niveau habituel, ce qui entraîna dans une certaine mesure la mévente des articles de luxe, constatée pendant les premières années qui suivirent la guerre, et une restriction de la demande, qui permit au pays de ne pas avoir trop à faire appel au dehors pour satisfaire ses besoins, et de laisser un large surplus exportable.

L'abondance de l'épargne et l'afflux des disponibilités

sur l'étranger furent tels que les rentes françaises placées à l'extérieur furent rapatriées rapidement, les capitalistes étrangers étant portés à les vendre en raison de la hausse des cours. Quant à la hausse des changes et à la prime de l'or, non seulement elles furent maintenues dans des limites très étroites, mais encore l'or qui était sorti de France y revint rapidement. Les statistiques douanières concernant les importations et exportations d'or et d'argent en lingots et monnaies donnent les chiffres suivants (en millions de francs) :

	IMPORTATIONS	EXPORTATIONS
1870	416	261
1871	301	502
1872	383	333
1873	565	492
1874	952	159
1875	875	219
1876	804	159
1877	683	142

Il n'y aurait donc eu d'excédent d'exportation de métaux précieux qu'en 1871 et pour 200 millions seulement. Mais si l'on tient compte du fait que les statistiques douanières ne peuvent décrire l'intégralité des entrées et des sorties, il faut regarder ces chiffres plutôt comme indiquant une tendance, que donnant des résultats absolument exacts. Quoi qu'il en soit, la tendance générale était nettement favorable à la reconstitution du stock métallique français.

Dès 1872, la Banque de France recevait une certaine

quantité de métaux précieux. En 1873, la progression de l'encaisse devient plus rapide, puis, à partir de 1874, c'est un véritable flot d'or et d'argent qui vient s'accumuler dans les caves de la Banque. En 1874 l'encaisse augmente de près de 600 millions. « Cet énorme accroissement, dit le rapport de l'institut d'émission sur l'année 1874, est la conséquence du cours des changes constamment favorable à la France depuis 1873, et cet état de choses est dû lui-même à ce que pendant la même période la balance du trafic international a toujours été à l'avantage de la France. Les autres nations ont dû nous payer non en valeurs négociables, mais en or et en argent le solde de leurs achats. C'est un résultat dont notre pays peut se féliciter ».

L'année suivante, le rapport de la Banque constatait un accroissement de l'encaisse de plus de 350 millions. « Cette augmentation toujours croissante, ajoutait-il, s'explique facilement par le change sur l'étranger, favorable à la France depuis plusieurs années, et ce résultat est dû lui-même à ce que pendant le même espace de temps la balance de nos transactions internationales s'est plus ou moins soldée à notre profit. En outre, tandis que l'or nous arrivait du dehors pour acquitter ce solde, nous ne faisons pas un emploi proportionnel de la monnaie métallique, le pays se servant volontiers de billets de banque, plus commodes et auxquels il accorde une confiance absolue ».

Le tableau suivant résume les variations du montant de l'encaisse et de la circulation :

DATES	ENCAISSE (millions de francs)	CIRCULATION (millions de francs)	PROPORTION entre l'encaisse et la circulation
7 juin 1870	1.311	1.375	96 %
8 septembre 1870	808	1.745	47 %
14 septembre 1871	609	1.967	31 %
12 septembre 1872	780	2.395	32 %
11 septembre 1873	709	2.881	24 %
10 septembre 1874	1.271	2.490	51 %
9 septembre 1875	1.619	2.352	68 %
8 septembre 1876	2.103	2.448	85 %
6 septembre 1877	2.212	2.361	93 %
5 septembre 1878	2.175	2.300	94 %

On voit quelle a été l'amélioration de la situation à partir de 1874. La Banque en profita pour reprendre les paiements en espèces. Dès la fin de 1873 elle remettait en circulation des pièces de 5 francs. En mai 1874, le Conseil décidait la remise de pièces d'or de 5 francs et 10 francs, et au mois de novembre 1874, on donna, à qui en voulait, des pièces de 20 francs contre des billets. Le cours forcé n'existait plus que de nom.

CHAPITRE III

La solution du problème monétaire.

Dans ces conditions, balance des comptes en équilibre, change favorable, accroissement continu de l'encaisse, on ne pouvait hésiter devant la solution à donner au problème monétaire. Il fallait lever officiellement le cours forcé qui était déjà supprimé en fait. Ceci eut lieu le 1^{er} janvier 1878, conformément à la loi du 3 août 1875; l'opération passa inaperçue et n'entraîna pas le plus léger inconvénient puisque dès 1874 il aurait été possible de déclarer officiellement les billets remboursables en espèces, sans léser aucun intérêt, sans provoquer aucune variation de l'équilibre des métaux et des billets, des salaires et des marchandises. C'est là un point capital. Puisque après la guerre de 1870 il n'y a eu ni hausse des prix ni hausse des changes appréciables, la suspension du remboursement des billets, puis le fait de les rendre à nouveau convertibles, n'ont entraîné aucune difficulté économique, financière ou sociale. Le maintien du change au pair a permis un approvisionnement aisé de métaux précieux, dès le retour à une

balance des comptes favorable. La Banque ne pouvait hésiter à acheter de l'or, puisqu'il ne faisait pas prime en France. Il n'y a pas eu de séparation nette et prolongée entre la valeur du papier et celle de l'or. Par conséquent on a pu supprimer le cours forcé sans même s'en apercevoir. Les métaux précieux, thésaurisés un moment par les particuliers, sont rentrés dans la circulation, et celle-ci a été presque tout de suite abondamment pourvue de numéraire.

De plus, pendant que l'Etat remboursait à la Banque, en billets, les bons du Trésor qu'elle avait reçus en échange de ses avances, celle-ci à son tour remettait des billets en circulation en contre partie des métaux précieux qu'on lui apportait sans cesse, et des effets présentés à l'escompte. C'est à peine si l'on remarque entre 1873 et 1877 une certaine diminution de la circulation fiduciaire. Il est même fort probable qu'elle a été plus que compensée par l'accroissement de la circulation métallique. Puisque les changes étaient au pair, l'or et l'argent pouvait entrer librement, et les moyens de paiement s'ajustaient automatiquement aux besoins. Tout effort pour faire baisser les prix par une réduction du nombre de billets, n'aurait servi qu'à faire entrer en France une plus grande quantité de métaux précieux, qui, en augmentant la circulation, auraient annihilé les efforts faits en sens inverse.

La reprise des paiements en espèces devait être précédée de deux mesures préparatoires. La première était indiquée par la situation même de la Banque : la proportion considérable de billets garantis par des bons du Trésor de mobilisation impossible, rendait nécessaire le

remboursement des avances faites à l'Etat. La seconde consistait à retirer prudemment des billets de la circulation, pour habituer peu à peu le public à se servir de numéraire.

Aux termes de la Convention ratifiée par la loi du 21 juin 1871, une somme de 200 millions devait être annuellement inscrite au budget et servie à la Banque jusqu'à l'entier amortissement de la dette de l'Etat, qui devait donc être terminé en 1879.

La période des remboursements effectués peut se diviser en deux parties. Pendant la première, qui s'étend jusque vers le milieu de 1874, on pouvait craindre que la dépréciation du billet ne vint à se produire. C'est le moment où la proportion de l'encaisse à la circulation était faible, où en face d'une encaisse stationnaire, la circulation tendait à augmenter. En 1874 commence la seconde partie : l'encaisse se reconstitue rapidement; la circulation reste stable ou tend à décroître légèrement. Toute crainte de dépréciation s'évanouit.

Au moment du vote de la loi du 21 juin 1871, la dette du Trésor envers la Banque était très élevée, et il était nécessaire que l'Etat fit tout son possible pour la diminuer. Aussi, à cette époque, certains demandaient-ils que l'on émit un emprunt pour rembourser la Banque. L'intérêt de 6 0/0 que l'on aurait à payer alors serait certes bien plus élevé que celui servi à la Banque, mais on aurait mis un frein à la dépréciation du papier, et bientôt rétabli une circulation monétaire saine par la suppression du cours forcé. Un pareil emprunt était-il possible alors? Telle n'était pas l'opinion de Léon Say. « Ce n'est pas pour profiter de la différence d'intérêts,

disait-il le 24 septembre 1873, qu'on a emprunté à la Banque, au lieu de puiser à une autre source. On a emprunté à la Banque parce qu'on ne pouvait faire autrement, parce qu'on n'avait pas alors d'autre ressource que la Banque. Aujourd'hui votre crédit est dans une situation florissante, mais il y a une différence très considérable entre la situation actuelle et la situation au jour où on a fait les grands emprunts de 2 milliards et de 3 milliards. A cette époque, il s'agissait de savoir s'il était prudent de demander 500 millions de plus — on hésitait entre 3 milliards et 3 milliards 500 millions. On craignait de dépasser la quantité des capitaux existants. C'est par toutes ces raisons, et pas du tout pour gagner sur les intérêts qu'on a emprunté à la Banque au lieu d'emprunter en rentes ou en d'autres titres ». Il ajoutait le 7 février 1874 : « Reportons-nous à l'époque où ont été faits les grands emprunts; est-ce qu'on était sûr de réussir comme on a réussi? J'ai vu des hommes très pratiques, et très habitués aux grandes affaires, qui s'inquiétaient de voir porter le premier emprunt à 2.500 millions au lieu de 2 milliards, chiffre dont on avait d'abord parlé. On s'inquiétait beaucoup de l'appel colossal à faire au crédit; on se demandait comment ces titres en si grand nombre pourraient se classer, comment l'épargne pourrait se les approprier. A cette époque, on s'est donc borné dans l'emprunt qu'on avait à faire sous forme de rentes. On a craint de jeter trop de rentes sur le marché; on a craint de ne pas réussir dans une affaire où il fallait réussir à tout prix parce que nous étions engagés. Notre honneur, notre sécurité, nous recommandaient de réussir. On n'a donc pas emprunté

1.500 millions à la Banque pour faire un bénéfice d'intérêts. On s'est adressé à elle parce qu'on ne pouvait faire autrement ».

On sait quelles furent les difficultés financières de la France pendant les premières années qui suivirent la guerre. Le déficit du budget de 1870 s'éleva à près de 1.450 millions. Pour 1871 il dépassa 1.500 millions, malgré le vote d'impôts nouveaux.

Au budget de 1872 figurait pour la première fois le crédit de 200 millions affecté au remboursement de la Banque de France. Cette charge était lourde, à un moment où il fallait multiplier les impôts pour arriver à équilibrer les recettes et les dépenses. Mais le remboursement ne pouvait être effectué d'un seul coup; il fallait se résoudre à le fractionner, et l'Etat, en respectant fidèlement la convention fortifiait l'autorité morale de la Banque et la confiance du public, au moment où les émissions de billets se développaient, puisque le maximum de la circulation ne fut atteint qu'au début de 1873.

Pour arriver à mettre le budget en équilibre, il fallut encore accroître les impôts en 1872. Mais, à partir de 1873, la situation s'améliora. Les anciens impôts donnèrent des produits croissants; les nouveaux, malgré certains mécomptes, permirent d'espérer des produits supérieurs à ceux déjà fournis. Le crédit public avait révélé sa puissance, et les deux emprunts avaient remporté un succès marqué.

En 1873 on pouvait donc songer à reprendre l'idée qui n'avait pu être adoptée deux ans auparavant. Puisqu'il était possible d'user à nouveau du crédit, ne pou-

vait-on pas se servir de l'emprunt pour rembourser la Banque, au moins en partie? En effet, le faire sur le produit des impôts, c'était amortir une dette. Cet amortissement n'était-il pas bien élevé à un moment où il fallait accroître encore les charges fiscales, qui pesaient sur les échanges et entravaient la production?

C'est ce que pensait Léon Say, qui dans son projet de 1874 proposait de ne faire contribuer le budget que jusqu'à concurrence de 167 millions. Le complément de 33 millions devait être obtenu en différant le remboursement des annuités que l'Etat s'était engagé à servir aux compagnies de chemins de fer, au titre de garantie d'intérêts. Mais il quitta le pouvoir avant que l'assemblée eut été appelée à se prononcer sur ce projet qui fut abandonné par son successeur, Magne, partisan d'un accroissement d'impôts.

Elu membre de la commission du budget de 1874, Léon Say reprit son projet en faisant remarquer que bien des difficultés disparaîtraient si l'on pouvait rembourser les 1.130 millions restants dûs à la Banque sans prélever chaque année 200 millions sur les recettes. L'avis de la commission fut défavorable. Alors il s'adressa directement à l'Assemblée Nationale. Modifiant légèrement son projet, il proposa, le 24 septembre 1873, de rembourser 50 millions à la Banque sur 200 par une émission de bons de liquidation portant intérêts et payables à échéance fixe en 1879. Il se défendait de demander que l'on cessât le remboursement à la Banque jusqu'à concurrence de 50 millions. « Nous devons 200 millions, disait-il; peu importe à la Banque de savoir comment nous nous les procurons. Il n'est pas question de violer

le contrat; les 200 millions seront payés chaque année, mais 150 seront pris sur les ressources du budget, 50 sur des ressources extraordinaires; par contre il est possible d'éviter le vote de mauvais impôts, qui ne sont nécessaires que temporairement, mais qu'il serait bien difficile de supprimer par la suite. L'amortissement est une question qui n'est pas liée à celle du remboursement. La quotité de l'amortissement n'est pas une question de principe, mais de mesure ». Malgré les efforts de Léon Say, sa proposition fut repoussée.

L'année suivante, à l'occasion de la discussion du budget de 1875, la question fut encore débattue. Il manquait 25 millions pour assurer l'équilibre. Le ministre des Finances Magne avait la volonté d'arriver à un équilibre réel. Il ne voulait pas user d'expédients. Aussi demandait-il des accroissements d'impôts. Mais l'opposition était vive; de toutes parts des réclamations s'élevaient contre le poids excessif des charges fiscales.

A ce moment Wolowski présenta une proposition qui avait pour but d'éviter de nouvelles taxes. Son système était le suivant :

Le service de l'emprunt 6 0/0 Morgan	
exigeait	17.759.795 fr.
L'amortissement et les intérêts de la	
dette envers la Banque.....	207.700.000 fr.
Total.....	225.459.795 fr.

On prélèverait tout d'abord sur cette somme 25.459.795 francs pour équilibrer le budget de 1875.

D'autre part, le capital à rembourser pour l'emprunt Morgan était de 245 millions, et il restait dû à la Banque

870 millions, soit au total 1.145 millions. L'émission de un milliard et demi en rentes 5 0/0 devait permettre de rembourser cette dernière somme. Les arrérages des rentes nouvelles absorberaient 75 millions sur les 200 restés disponibles. Les autres 125 millions serviraient pour 100 millions à constituer un fonds d'amortissement, et pour 25 millions à accorder des dégrèvements d'impôts. En résumé, il s'agissait de transformer en dette perpétuelle une dette amortissable en quelques années, mais la Banque était remboursée immédiatement.

Ce plan était trop vaste. Aussi Wolowski se borna-t-il dans la suite à demander la simple réduction à 150 millions par an du paiement de 200 millions à faire à la Banque. Il n'était plus question d'un remboursement immédiat et intégral. Il ne s'agissait plus de continuer à verser l'annuité fixée, quitte à se procurer une partie des sommes nécessaires par voie d'emprunt. On proposait de demander à la Banque de se contenter de 150 millions par an, c'est-à-dire d'accepter d'être remboursée en une période plus longue que celle qui avait été primitivement fixée.

Les arguments de Wolowski étaient les suivants :
« Le stock métallique de la France se reforme rapidement; il est déjà presque revenu au niveau de ce qu'il était avant la guerre. L'indemnité a été soldée surtout au moyen de l'excédent de nos exportations sur les importations et de la ressource que nous ont fournie les valeurs étrangères achetées contre la rente française.

L'état des importations de numéraire des dernières années en fournit la preuve. Quant à l'encaisse métal-

lique de la Banque de France, le point culminant a été le 7 avril 1870, de 1.307.000.000 francs. Cette somme a été réduite au 29 juin 1871 à 550 millions. Au 26 décembre 1871 elle montait à 634 millions pour retomber au 30 janvier 1872 à 630 millions. Elle était au 13 novembre 1873 de 731 millions et n'a cessé de grossir depuis jusqu'à 1.164 millions le 25 janvier 1874. Ces chiffres ont de quoi nous rassurer pleinement. La reconstitution rapide du stock métallique de la France et le bilan de la Banque ne permettent point de taxer de témérité la réduction de 50 millions au plus sur les paiements du Trésor. La valeur du billet ne saurait être atteinte par une pareille mesure, car on a besoin des billets en circulation. La reprise des paiements en espèces n'en pourrait être nullement affectée ».

La discussion commença le 10 juillet 1874 et fut très vive. Adrien Bonnet déclara que l'Etat s'était engagé, que le crédit public ne s'était relevé que parce que les engagements pris avaient été jusqu'alors scrupuleusement remplis, et qu'y manquer c'était retirer au billet de banque sa garantie. Il fallait donc s'abstenir de toute modification.

Le ministre des Finances rappela que Thiers avait souhaité de payer 300 millions plutôt que 200, et déclara qu'il était extrêmement imprudent de vouloir réduire les remboursements. D'ailleurs la Banque serait insensée d'accepter une réduction; l'intérêt du public le lui défendait, et au cas où elle voudrait y consentir, le Gouvernement avait pour devoir de s'y opposer.

Wolowski fit valoir qu'un changement considérable s'était produit depuis le moment où avait été dressé le

contrat d'emprunts. En 1874 le billet valait de l'or; le change était favorable; il n'y avait plus qu'à laisser l'industrie nationale prendre son essor. Il serait périlleux de la surcharger. Le crédit public ne pouvait tenir à 50 millions, et la Banque ne pouvait être mise en danger si l'on prolongeait la durée des remboursements de un an et demi. Le ministre des Finances répondit que la Banque n'était plus un établissement libre si l'Assemblée voulait qu'elle renoncât au bénéfice de son contrat. La voie dans laquelle on voulait s'engager lui paraissait pleine de dangers, et pouvait mener aux assignats.

Bocher, qui parla ensuite, montra que la charge des impôts était écrasante, et qu'on semblait avoir atteint un maximum de fiscalité. Quant à la situation de la Banque, elle lui paraissait de nature à subir un léger retard dans le remboursement total: « Qu'importe, disait-il, un retard de 50 millions dans le remboursement des avances à l'Etat. Une seule considération est essentielle : c'est le cours des changes. L'important c'est que le change nous soit favorable, et pour qu'il en soit ainsi, il faut que la prospérité des affaires ramène chez nous le numéraire. Voilà ce qui fait affluer l'or à la Banque. Pour atteindre ce but, il faut que le commerce ou l'industrie, au lieu d'être gênés par des impôts excessifs, conservent ou recouvrent leur liberté d'action par l'allègement des charges publiques ».

« Les 200 millions de la Banque, reprenait Wolowski, ne sont pas des arrérages. Ces 200 millions sont un amortissement, et cet amortissement est excessif. Même réduit à 150 millions, il dépasse tout ce qu'aucun peuple

a jamais consacré à payer sa dette. La Banque n'a rien à y perdre; c'est aujourd'hui chose démontrée, et en tout cas refaire un contrat entre parties, ce n'est pas le violer ».

Les adversaires de la proposition de réduction déclaraient en effet que l'on voulait passer outre aux engagements pris; le vote de l'Assemblée Nationale allait exercer une pression sur la Banque. Si celle-ci refusait, il y aurait conflit; si elle acceptait, le public croirait qu'elle avait perdu son indépendance.

Henri Germain s'étonnait que l'on fit tant de bruit autour d'une question si simple : « L'Etat, disait-il, désire faire avec la Banque ce que continuellement la clientèle des banquiers fait avec eux. Le tout est que la Banque n'en éprouve aucun dommage. Elle n'a eu, elle n'a et elle n'aura contre elle aucun embarras, grâce à l'amélioration continue des finances publiques. Les difficultés viennent de ce que la France a voulu trop amortir ».

L'adoption de la proposition Wolowski le 18 juillet, à trois voix de majorité, entraîna la démission de Magne. Le nouveau Ministre, Mathieu Bodet, demanda à la Banque si elle acceptait la réduction. Le gouverneur répondit que le Conseil général avait examiné la question « avec toute la respectueuse déférence qui est due aux propositions formulées par l'Assemblée Nationale, et avec toute la sollicitude attentive dont il convient d'entourer des solutions qui touchent aux plus graves intérêts du pays. J'ai le regret, poursuivait-il, mais aussi le devoir de vous annoncer que le Conseil général de la Banque, à la presque unanimité des voix, s'est cru dans

l'impossibilité d'accepter la proposition de réduction. Mais le Conseil n'a pas cru sa tâche terminée par sa délibération sur la proposition de réduction de l'amortissement. Il n'a point perdu de vue les nécessités urgentes qui avaient motivé cette proposition. Il a pour principe d'intérêt public que le Gouvernement ne doit recourir à la Banque que dans le cas de nécessité absolue. Mais cette nécessité semble aujourd'hui démontrée, et le Conseil a cherché, et vient offrir au Ministre des Finances une combinaison qui, laissant intact le contrat de 1871, peut aider efficacement l'Etat dans les embarras qu'il subit. D'après des calculs assez probables, une opération de trésorerie qui mettrait à la disposition du Trésor une somme de 80 millions au maximum, applicables aux nécessités actuelles, permettrait à l'Etat de songer plus tard et avec succès à la création d'impôts nouveaux qui sont indispensables à l'établissement d'un budget normal ».

Le ministre annonça le 3 août à l'Assemblée Nationale le refus de la Banque fondé « sur cette grave considération que la mesure indiquée était préjudiciable au crédit de l'Etat, qu'elle était dangereuse et menaçante pour le crédit de la Banque, et pour la stabilité de la confiance des citoyens ». Le lendemain, le rapporteur, Léon Say, déclarait : « Il faut non seulement que la Banque soit libre, il faut encore que personne n'ait de doute sur l'usage qu'elle peut faire de sa liberté. La Banque a pensé dans sa liberté que le contrat ne devait pas être révisé; le contrat ne sera donc pas révisé ».

Mais, comme on l'a vu, la Banque refusait d'une main pour offrir de l'autre. Sur le prêt de 80 millions qu'elle

consentait, 40 servirent à équilibrer le budget de 1875.

La proposition Wolowski a parfois été jugée très sévèrement. On a parlé de parole démentie, de signature effacée, de vote extrêmement regrettable. C'est pousser les choses un peu loin. Tout d'abord, elle ne tendait pas à la résolution unilatérale d'un contrat. Elle n'était qu'une suggestion qui ne pourrait recevoir application qu'après entente avec la Banque et acceptation de celle-ci. De plus, la situation était bien plus favorable que trois ans auparavant. En septembre 1871, la dette de l'Etat vis-à-vis de la Banque s'élevait à plus de 1.500 millions; l'encaisse atteignait à peine le quart des billets émis, l'or faisait prime, le change était défavorable, la rente se tenait loin du pair. En juillet 1874 la dette de l'Etat était inférieure à un milliard; la réserve métallique dépassait la moitié de la circulation, le billet était au pair avec l'or, le change favorable, les deux grands emprunts réalisés, la rente au pair. On ne pouvait donc plus craindre à ce moment la dépréciation du billet. D'autre part, il paraissait nécessaire de laisser quelque répit au contribuable. Les lourds impôts établis après la guerre avaient porté en majeure partie sur les contributions indirectes, et certaines erreurs de taxation avaient été commises.

Ce que l'on peut dire, c'est que le procédé préconisé n'était peut-être pas le meilleur. Pourquoi paraître s'attaquer à la Banque? Pourquoi ne pas reprendre le plan de Léon Say présenté un an auparavant? En se procurant une partie de l'annuité due à la Banque au moyen de bons du Trésor, ou d'une émission de rente, l'Etat pouvait réduire l'amortissement sans réduire les rembour-

sements. Une semblable combinaison permettait de ne pas avoir l'air de vouloir modifier un contrat en exerçant une pression sur l'un des contractants. Quant à la position prise par la Banque, certains l'ont trouvée un peu extraordinaire : accepter dans le fond tout en paraissant refuser. Il ne semble cependant pas qu'il y ait lieu de la considérer d'une manière aussi défavorable. La Banque tenait à montrer que les remboursements prévus par la loi de juin¹1871 étaient confirmés : l'intérêt n'était pas tant pour le présent que pour l'avenir. Elle voulait rester libre de consentir de son plein gré une aide nouvelle au Trésor, indépendante des engagements antérieurs.

On ne peut oublier en effet que les Gouvernements ont presque toujours eu tendance à abuser de la facilité de se procurer des ressources que donne le papier-monnaie. Quand ils l'émettent eux-mêmes ils n'ont d'autre frein que leur sagesse. Quand ils passent par l'intermédiaire d'une Banque, celle-ci jouit d'une indépendance plus ou moins grande et peut dans une certaine mesure résister à des demandes exagérées. Ainsi est mieux défendue la cause de la bonne monnaie, par conséquent du public, qui ne saurait trop l'être en cette matière.

Quant à la question de l'amortissement, on peut l'examiner sous un autre aspect. Si à l'heure actuelle on considère dans son ensemble la gestion des finances publiques après la guerre de 1870, on constate que les dépenses exceptionnelles faites alors, n'ont pas été amorties, sauf en ce qui concerne une partie du remboursement des avances de la Banque au moyen de

prélèvements sur les budgets, pour autant que ceux-ci n'ont pas été équilibrés au moyen de ressources d'emprunt. On ne peut donc considérer cet amortissement comme trop considérable. Il était seulement un peu prématuré.

D'ailleurs, les difficultés qui avaient donné lieu à la proposition Wolowski s'atténuèrent bientôt. Les moins values attendues firent place à d'assez larges excédents dans le produit des impôts. En 1875 la Banque recouvra même en dehors des 200 millions auxquels elle avait droit une somme supplémentaire de 70 millions.

La même année, Léon Say, de nouveau ministre des Finances, obtint de la Banque de France, par une convention du 6 mai, diverses modifications au mode et à la quotité de l'amortissement, tout en restant dans les délais prévus antérieurement.

En raison de l'amélioration continue de la situation de la Banque, dont l'encaisse parvenue à un milliard et demi dépassait la moitié de la circulation fiduciaire, on crut alors possible de prévoir avec certitude le moment de la suppression du cours forcé. La loi du 3 août 1875 disposa que la reprise des paiements en espèces aurait lieu quand le chiffre des avances serait réduit à 300 millions. Ces conditions se réalisèrent le 1^{er} janvier 1878, et le cours forcé fut officiellement levé sans la moindre difficulté.

Il faut ajouter que la mesure était préparée depuis plusieurs années par l'action persévérante de la Banque de France. Dès la fin de 1873, elle se préoccupait de remettre des espèces en circulation. En 1874 elle porta ses efforts sur la substitution aux billets de 5 et 20 francs

de pièces similaires d'or et d'argent, de façon à ne pas diminuer les moyens d'échange et à compenser exactement les retraits de monnaie fiduciaire par l'augmentation de la monnaie métallique. En 1875, 1.127 millions sortirent des caisses de la Banque, quitte à y rentrer après en être sortis, car le public restait très attaché aux billets de faible valeur. En 1876, c'est 1.160 millions de numéraire, qui furent mis dans la circulation.

Le rapport sur 1878 résumait en ces termes le résultat de plusieurs années d'efforts : « Cette transition du régime du cours forcé, qui a duré plus de 7 années, à la reprise des paiements en espèces, s'est opérée progressivement sans secousse, grâce, nous pouvons le dire hautement, à la prévoyance de la Banque. Elle a mis autant de soin que de fermeté à ne pas laisser au papier fiduciaire une prédominance absolue, alors que nos caisses regorgeaient d'or et d'argent, et à distribuer cet or et cet argent de manière à ce que le pays se sentit suffisamment approvisionné de la monnaie métallique qui est la base la plus sûre des échanges et du crédit. En 1877, en la présence d'une circulation de billets s'élevant à 2.400 millions en moyenne, nous avons émis dans le public plus de 1.600 millions d'or et d'argent, de telle sorte que cette reprise si désirable des paiements en espèces était accomplie en fait avant le terme fixé ».

Les derniers remboursements du Trésor ne tardèrent pas à être effectués. Quelques jours avant le dépôt de son projet de budget pour 1879, Léon Say désirant y inscrire la somme nécessaire au dernier versement à faire à la Banque, signait avec celle-ci une convention ratifiée par la loi du 13 juin 1878. La Banque, créancière de

l'Etat, procurait elle-même à son débiteur la possibilité de se libérer dans une certaine mesure envers elle, en s'engageant à faire au Trésor, pour une durée de 10 ans, sauf renouvellement, une avance de 80 millions, indépendante de celle de 60 millions du traité de 1857. A vrai dire, Léon Say avait eu un moment, l'année précédente, l'idée de consolider en une avance permanente de 300 ou 400 millions, le reliquat de la dette de l'Etat. Cette somme parut sans doute trop élevée, et fut ramenée à des proportions beaucoup plus modestes, mais l'idée n'en est pas moins intéressante à signaler. Dans la situation où se trouvait la Banque, on estimait qu'une certaine part de la circulation, assez réduite il est vrai, pouvait être garantie par des engagements de l'Etat.

Le 14 mars 1879, la Banque recevait une somme de 64.861.750 francs qui formait le solde de sa créance.

Telles sont les conditions dans lesquelles la France a pu supprimer le cours forcé, et revenir en 1878 à un système monétaire et à une utilisation du numéraire exactement semblables à ceux de 1869. Il faut certes admirer la politique forte et persévérante par laquelle ce pays a pu arriver à un pareil résultat. Il n'en reste pas moins que cette période a présenté certaines caractéristiques que l'on a tort d'oublier parfois.

Tout d'abord, il n'y a pas eu de dépréciation sensible du billet. Si l'or a fait prime pendant quelques mois, cette prime a toujours été infime. On a vu pour quelles raisons il en a été ainsi. L'exemple de la France après la guerre de 1870 montre comment un pays dont les

forces productrices restent intactes, pourvu d'un système monétaire très sain et d'une circulation métallique exportable abondante, possesseur d'un portefeuille de valeurs mobilières étrangères dont tous les éléments sont utilisables, arrive à supporter sans dommage une inflation modérée. Les émissions de billets à cours forcé ayant été maintenues dans les limites assez raisonnables et la masse des moyens de paiements ne s'étant accrue que faiblement par rapport aux besoins, en raison de la multiplication des règlements au comptant et de la thésaurisation des espèces métalliques, le papier-monnaie a pu pendant un certain temps n'être couvert que dans une proportion assez réduite, sans que les changes aient présenté de hausse sensible, et que la dépréciation du billet de banque se soit produite malgré les besoins considérables de créances sur l'étranger et le doublement de la circulation fiduciaire.

Le fait que la dépréciation du billet à cours forcé n'est pas nécessairement parallèle à l'accroissement des émissions, est encore démontré par l'exemple des Etats-Unis au cours de la guerre de Sécession. Le prix de l'or se maintenait au pair en janvier 1862. Malgré de très nombreuses émissions il ne dépassait pas 109 en juin, 120 en juillet. Il faut arriver à 1863 pour voir coter 172, puis après une baisse sensible en juillet, le prix de l'or s'élève jusqu'à 285 en 1864. On a été surpris alors de ne voir apparaître la hausse du prix de l'or et les changes défavorables que longtemps après le moment considéré comme le plus critique, de sorte que l'on pouvait espérer continuer à faire marcher impunément la planche à papier monnaie. Une fois la circulation saturée, une

hausse considérable se produisit sur le prix de l'or, et les changes défavorables indiquèrent dans la même proportion la dépréciation du papier. S'il est possible de s'arrêter avant que cette dépréciation se produise, comme la France a pu le faire après la guerre de 1870, les effets du cours forcé restent sans importance. C'est pourquoi il faut se garder de l'illusion produite par une circulation accrue appliquée sans inconvénient sensible. « On risquerait fort, disait Wolowski, de s'abuser beaucoup sur les ressources du papier monnaie, si on ne tenait pas compte de ces circonstances particulières ».

Le deuxième point à remarquer, c'est qu'en 1878, la France possède une circulation effective d'or et d'argent au moins égale, sinon supérieure à celle qu'elle avait huit ans auparavant. Mais ce numéraire ne s'ajoute plus maintenant à un montant de billets d'un peu plus d'un milliard; celui-ci a largement doublé, et le pays n'en subit aucun inconvénient. Cet accroissement de la quantité de moyens de paiement nécessaire est tout à fait remarquable. Il est particulièrement frappant pour la circulation fiduciaire suivie parallèlement par l'encaisse, comme le montre le tableau suivant (en millions de francs) :

	30 janv. 1862	28 janv. 1869	25 janv. 1872	28 janv. 1875	24 janv. 1878
Billets . . .	785	1.381	2.454	2.641	2.470
Encaisse . .	335	1.266	634	1.331	1.983

C'est ce qui explique qu'il n'y ait pas eu de déflation importante en France après la guerre de 1870. Les émis-

sions supplémentaires faites de 1870 à 1872 ont en quelque sorte devancé les besoins de la circulation, puis celle-ci, en quelques années, a absorbé les billets qui auraient pu se trouver en surnombre par suite de la réapparition des espèces métalliques momentanément exportées ou thésaurisées.

Il n'en est pas moins vrai que les remboursements de l'Etat auraient pu entraîner une diminution de la circulation, du moment qu'il prélevait sur celle-ci un certain nombre de billets pour les remettre à la Banque. Mais puisque le change se maintenait au pair et que la balance des comptes était favorable, la Banque recevait d'autre part de l'or et de l'argent, et donnait en échange les billets que l'Etat venait de lui remettre. Toutes les fois que la valeur du billet tendait à dépasser le pair métallique se produisait une entrée de métaux précieux qui rétablissait l'équilibre.

C'est le fait qu'il n'y a pas eu de dépréciation, puis d'appréciation de la monnaie de papier de 1870 à 1877 qui donne à cette période de cours forcé son caractère très particulier. La France n'a pas eu à subir les conséquences de variations rapides dans la valeur de la monnaie, variations qui résultent généralement de l'inflation et de la déflation. Pour sortir du cours forcé quand il n'y a pas eu de dépréciation du billet, il suffit d'avoir une balance des comptes en équilibre et un approvisionnement de moyens de paiement exportables suffisant. Mais lorsqu'on se trouve en face d'une monnaie dépréciée, un problème préliminaire se pose : Faut-il essayer ou non de revenir à l'ancienne parité?

C'est ce problème préliminaire que l'on n'a pas eu

à résoudre en France à ce moment. La question du cours forcé n'a dû être envisagée que du côté budgétaire. On a discuté pour savoir quelles étaient les modalités de remboursement des avances de la Banque qui aggraveraient le moins les embarras financiers de l'Etat, mais ces remboursements ne pouvaient avoir aucune influence sur la valeur de la monnaie.

Le fait qu'il n'y a eu à cette époque ni hausse des prix, ni hausse des changes, a permis de revenir à la saine monnaie sans soulever aucune des difficultés redoutables devant lesquelles la France se trouve placée à l'heure actuelle.

DEUXIÈME PARTIE

Le Problème Monétaire après la guerre de 1914-1918

CHAPITRE PREMIER

La situation actuelle

Depuis le retour aux paiements en espèces en 1878, jusqu'à la veille de la guerre de 1914, la progression de la circulation fiduciaire et de l'encaisse s'était poursuivie d'une manière ininterrompue. Pendant cette période, la production mondiale de l'or s'était accrue dans une proportion inconnue jusqu'alors, et la Banque de France en avait pris sa large part. Au 30 juin 1914, l'encaisse or seule s'élevait à 4.057 millions et l'émission de billets à 6:051 millions. L'une et l'autre avaient plus que doublé en moins de 40 ans. Comme avant 1870, la circulation d'or et d'argent était très abondante : on l'évaluait à 6 milliards et demi.

En 1914, le cours forcé fut institué dès les premiers jours de la guerre; la loi du 5 août l'établissait en ces termes : « Le chiffre des émissions de la Banque de France et de ses succursales, fixé au maximum de 6.800 millions par la loi du 29 décembre 1911, est élevé provisoirement à 12 milliards. Il pourra être porté au

delà de cette limite par décret rendu en Conseil d'Etat sur la proposition du ministre des Finances. Jusqu'à ce qu'il en soit disposé autrement par une loi, la Banque de France est dispensée de l'obligation de rembourser ses billets en circulation. Sont approuvées les deux conventions passées le 11 novembre 1911 entre le ministre des Finances et le Gouverneur de la Banque de France ».

L'institut d'émission allait avoir à jouer un double rôle : à l'égard des banques et du commerce, il devait leur permettre de mobiliser une partie de leur portefeuille, opération rendue indispensable par les demandes de retrait des dépôts, et par le moratorium des effets de commerce décrété depuis le 31 juillet; à l'égard de l'Etat, il lui fallait mettre à sa disposition les ressources nécessaires pour subvenir aux premières dépenses de la mobilisation et des hostilités.

La Banque de France ne pouvait répondre aux demandes qui lui étaient faites de tout côté, qu'au moyen d'émissions supplémentaires de billets. Il ne pouvait être question d'affaiblir l'encaisse, mais au contraire il fallait la garder intacte, non seulement pour conserver un gage aussi élevé que possible aux nouveaux billets mis en circulation, mais surtout pour qu'elle pût servir de base à des opérations de crédit à faire à l'étranger. Tel devait être son rôle de trésor de guerre. L'établissement du cours forcé était donc indispensable.

Au 23 juillet 1914, il avait été émis des billets pour 5.912 millions contre une encaisse totale de 4.744 millions et un portefeuille de 1.540 millions. Le 30 juillet, le chiffre des effets escomptés s'était élevé à 2.443 millions. Quant aux conventions de 1911, tenues jusque-là

secrètes, elles prévoyaient la mise à la disposition de l'Etat, dès les premiers jours de la mobilisation, d'une avance de 2.900 millions.

En 1870, les premières dépenses de guerre avaient été couvertes par l'emprunt. Le cours forcé n'avait pas eu pour objet, au début, de permettre à la Banque de faire de larges avances à l'Etat. Il eut été impossible d'agir de la sorte en 1914. Les caractères mêmes du conflit qui venait d'éclater l'interdisaient. En 1870 une partie minime de la population prenait part aux hostilités, et les opérations militaires étaient lentes à s'engager. En 1914, au contraire, tout homme valide allait avoir à prendre les armes. Il fallait mobiliser le pays entier, d'où l'arrêt des affaires au moins pour un certain temps, et la difficulté pour les particuliers de se procurer des disponibilités. Les premières batailles allaient s'engager sans tarder, et avoir une influence décisive.

C'est en prévision de ces caractères d'une guerre éventuelle, qu'en 1911 l'Etat s'était réservé la possibilité de disposer de ressources faciles à réaliser. Une fois les premières difficultés surmontées, il lui serait plus aisé de se ménager d'autres recettes. D'ailleurs, peu de temps avant la déclaration de guerre, un emprunt en rente 3 1/2 0/0 venait d'être émis, mais il était mal classé, et les titres se trouvaient libérés seulement d'une fraction minime. L'impossibilité dans laquelle on se trouva par la suite de faire opérer les versements ultérieurs, montrent qu'il avait été prudent de ne pas compter sur l'émission immédiate d'un emprunt en cas de conflit.

Au cours de la guerre, l'Etat fit face à ses dépenses surtout au moyen d'emprunts, intérieurs et extérieurs.

Les impôts ne fournirent qu'une part des recettes proportionnellement très faible, 16 0/0. On serait tenté de juger insuffisant l'effort fiscal accompli. On peut regretter que dès 1915 une première majoration sérieuse des impôts existants, solution probablement la plus pratique dans les circonstances où l'on se trouvait, ne soit pas intervenue. Il faut admettre toutefois qu'un pays dont les plus riches départements étaient envahis, voyait ses facultés imposables réduites, et qu'il était opportun d'agir avec ménagement. On l'a fait, semble-t-il, d'une façon excessive.

En faisant appel au crédit, l'Etat ne négligea pas l'emprunt à la circulation. Il mit largement à contribution la Banque de France. Sous le régime du cours forcé, la limite d'émission s'éleva pendant la guerre à 33 milliards (5 septembre 1918) tandis que celle des avances à l'Etat augmentait jusqu'à 21 milliards (convention du 5 juin 1918). Il eut été certainement possible d'emprunter moins à la Banque et plus au public. L'encaisse, pendant ce temps, subit des mouvements assez amples. Une campagne très active fut entreprise à partir de 1915 pour que les particuliers versassent à la Banque l'or qu'ils détenaient. On recueillit ainsi plus de 2 milliards et demi. Par contre, les nécessités des paiements à l'étranger amenèrent une sortie effective de plus d'un milliard d'or. En outre, près de deux milliards de métal jaune furent déposés hors de France en garantie d'ouvertures de crédit.

Dans les derniers jours de 1918, la situation était la suivante : la circulation dépassait légèrement 31 milliards; les avances à l'Etat étaient de plus de 17 milliards;

l'encaisse s'élevait à environ trois milliards et demi, plus 1.900 millions déposés à l'étranger, et par conséquent indisponibles.

A la fin de cette même année, et malgré l'inflation, le franc n'était encore que faiblement déprécié à l'extérieur. On sait quelle a été l'importance des importations pendant la guerre, et quelles sommes énormes il a fallu verser à l'étranger pour faire face aux besoins des armées et de la population civile. Pendant toute cette période, la France a eu une balance commerciale largement défavorable. Les excédents des importations sur les exportations ont été les suivants :

1915	7 milliards de francs
1916	14 — —
1917	21 — —
1918	15 milliards 700 millions.

Pour faire face à ces dépenses, elle a dû chercher des moyens d'échange dans ses réserves, en particulier dans son portefeuille de valeurs mobilières étrangères. Mais en raison de leur insuffisance, elle a été obligée de recourir à des emprunts extérieurs, qui lui ont été consentis surtout par l'Angleterre et les Etats-Unis. Sans ces opérations de crédit, il aurait été impossible d'importer autant. Avec elles, une trop grande dépréciation a pu être évitée pendant la durée de la guerre, mais la livre sterling et le dollar ont perdu un peu de leur valeur vis-à-vis des monnaies des pays neutres. Par rapport au franc français, ils n'ont fait jusqu'en 1919 qu'une prime maxima de 20 0/0.

De 1915 à 1918 inclusivement, les excédents d'impor-

tation ont donc atteint 58 milliards de francs. Pendant la même période, les ressources que l'Etat a pu se procurer sur les places étrangères se sont élevées à plus de 32 milliards, qui, déduction faite de 1.500 millions remboursés dans le même temps, donnent un total net de 30 milliards et demi. L'ensemble de ces sommes a servi à payer les achats à l'extérieur de l'Etat pour la plus grande part, du commerce pour une fraction moindre quoique importante.

« Durant la guerre, et notamment dans les deux dernières années, dit le rapport de la Banque de France sur 1919, les avances des trésoreries anglaise et américaine, auxquelles se sont ajoutées les dépenses en France des armées alliées, atténuaient dans une très large mesure l'insuffisance de nos moyens de paiement à l'étranger. Ces ressources extraordinaires n'assuraient pas seulement la couverture des besoins de l'Etat pour les règlements qu'il avait à faire en Angleterre et aux Etats-Unis; elles permettaient aussi d'approvisionner de change le commerce d'importation. Nos ventes de devises pour les exercices 1917 et 1918 ont dépassé 11 milliards, un peu plus de 6 milliards en 1917, 5 milliards en 1918. La plus grosse partie de ces ventes consistait en livres sterling et en dollars qui nous étaient fournis par le Trésor. Grâce à cet appui, les changes sur Londres et sur New-York avaient pu être stabilisés à des niveaux relativement bas. Fin 1918, la prime de la livre sterling ne dépassait pas 3 0/0, celle du dollar se maintenait un peu au-dessus de 5 0/0. Dans l'ensemble, la situation apparaissait donc au début de 1919 aussi favorable qu'elle pouvait être, étant donné les circonstances. D'autre part,

on pouvait espérer que les conversations engagées entre le Gouvernement français et les Gouvernements anglais et américain aboutiraient à nous maintenir, sous une forme ou sous une autre, et pendant quelque temps encore, le concours financier de nos alliés ».

Or on sait comment la solidarité financière interalliée fut rompue, et que les trésoreries anglaise et américaine cessèrent définitivement leurs avances au cours du premier semestre de 1919. Le marché des changes a donc été livré à partir de ce moment à ses propres moyens. Comment allait se fixer dorénavant le taux du change, qui n'était plus soutenu artificiellement ? Deux influences devaient s'exercer : en premier lieu, celle de la balance des comptes, dont la position favorable ou défavorable allait entraîner une offre ou une demande de créances sur l'étranger ; puis celle de la comparaison du niveau des prix dans les différents pays qui pouvait amener des entrées ou des sorties de marchandises et réagissait à son tour sur la balance des comptes.

Le tableau suivant indique les variations moyennes des prix de gros pendant la guerre en France, aux Etats-Unis et en Angleterre :

VARIATIONS DES PRIX DE GROS			
Années	France	Etats-Unis	Angleterre
1913.	100	100	100
1914.	102	96,7	100
1915.	139,8	107	127,1
1916.	187	128,4	160
1917.	261,6	170	205,9
1918.	339,2	203,2	225,9

En 1918, les prix en France étaient donc de 5 0/0 plus élevés qu'en Angleterre, de 70 0/0 qu'aux États-Unis. A la fin de la même année, la prime de livre n'était que de 3 0/0, celle du dollar que de 5 0/0. Le change n'étant que la comparaison du pouvoir d'achat des diverses monnaies, on voit en face de quelle situation paradoxale on se trouvait placé, puisqu'il existait à ce moment une telle disparité entre le niveau des prix et celui des changes.

A quoi tenait le niveau élevé des prix constaté en France ? En partie certainement à la demande démesurément accrue d'un consommateur aux besoins impérieux, l'Etat, dont les moyens de paiement étaient multipliés par l'emprunt. En partie également à la réduction de l'offre due aux circonstances. Mais il faut aussi faire une place à l'inflation, bien que certains ne veulent y voir qu'une conséquence et non une cause de la hausse des prix. Si l'Etat avait emprunté plus en rentes, ou perçu plus d'impôts, il aurait diminué dans une certaine mesure le pouvoir d'achat des particuliers. L'inflation lui a permis d'accroître son propre pouvoir d'achat sans réduire celui-là.

Cependant il n'est pas douteux que l'influence propre de l'inflation sur les prix a été assez restreinte pendant presque toute la guerre. Le même phénomène qui s'était produit en 1871 s'est renouvelé. Les espèces métalliques ayant disparu de la circulation, celle-ci a absorbé sans difficulté une plus grande quantité de billets. En outre, les paiements au comptant ont été généralisés. Il faut tenir compte encore des réserves constituées par le public qui, se souvenant du moratorium, tenait à con-

server de larges disponibilités. La thésaurisation, dans les campagnes, a été très développée. Tous ces billets, constituant un pouvoir d'achat non employé, n'exerçaient aucune influence sur les prix. Mais, dans la dernière année de la guerre, ce que l'on pourrait appeler la capacité d'absorption par le public de monnaie fiduciaire a commencé à diminuer. Les billets en excès, rejetés dans la circulation, n'ont pu y trouver place qu'en amenant une hausse de tous les prix.

Les variations des quantités de billets émis de 1914 à 1918 furent les suivantes (en millions de francs) :

1914 (23 juillet)	5.912
1914 (24 décembre)	10.042
1915 (30 décembre):.....	13.309
1916 (28 septembre)	16.714
1917 (27 décembre)	22.336
1918 (26 décembre)	30.249

A ce moment, certains ont pu penser, qu'au lendemain de sa victoire, la France verrait sa monnaie ne subir qu'une brève et faible dépréciation, et que, à l'exemple de ce qui s'était passé après la guerre de 1870, le franc retrouverait bientôt toute sa valeur.

On a souvent exprimé le regret que la solidarité financière interalliée ait été rompue à ce moment, et que le Trésor français ait été privé des ressources abondantes de change dont il disposait auparavant. On peut se demander cependant ce qui se serait produit si les avances anglaises et américaines s'étaient poursuivies encore longtemps. Le pouvoir d'achat extérieur du franc étant supérieur à son pouvoir d'achat intérieur, les

importations auraient pris une importance bien plus considérable, que celle déjà trop grande qu'elles ont conservée en 1919 et 1920. Les importateurs avaient trop grand intérêt à faire entrer les marchandises achetées à l'étranger, en raison de la disproportion des prix.

L'équilibre ne pouvait se rétablir que de deux façons : soit par une baisse des prix intérieurs, soit par une hausse des changes. Il est certain que l'arrêt des hostilités a réduit très largement la demande de l'Etat sur le marché intérieur, bien que les fabrications de guerre n'aient pu être arrêtées immédiatement, et que la démobilisation n'ait pu être raisonnablement entreprise que par échelons (1). Mais les pouvoirs publics se sont trouvés en face de dépenses nouvelles considérables. D'autre part, l'action de l'inflation, qui avait mis aux mains des consommateurs un pouvoir d'achat accru, mais temporairement inutilisé, faisait sentir de plus en plus son influence et maintenait la hausse des prix. La hausse des changes s'est alors produite, et en rétablissant l'équivalence entre le pouvoir d'achat extérieur et le pouvoir d'achat intérieur du franc, elle est venue mettre un frein à des importations exagérées. Si ces dernières avaient été rendues plus faciles par la prolongation des crédits accordés par l'étranger, elles auraient bientôt conduit le pays à un endettement envers lui dont la charge serait vite devenue écrasante. Une nation, pas plus qu'un individu, ne peut au delà d'une certaine période continuer à acheter à crédit. Le pauvre doit se priver, et c'est lui rendre un bien mauvais service

(1) On remarque au début de 1919 une certaine baisse des prix de gros portant à peu près exclusivement sur les matières premières.

que de le pousser par divers moyens à consommer autant que quand il était riche; c'est vouloir ruiner à la fois le créancier et le débiteur. Le seul remède à la pauvreté est la restriction des besoins et le travail. Le pays a dû diminuer sa consommation et développer sa production, en faisant effort pour se procurer sur place ce qu'il n'était plus en mesure d'acheter en dehors.

En admettant que l'inflation n'ait plus été accrue à partir de janvier 1919, il devait cependant se produire un réajustement entre la valeur intérieure et la valeur extérieure du franc. Si l'on tient compte du niveau des prix de décembre 1918, on peut supposer que l'équilibre se serait rétabli autour du cours de 9 francs pour le dollar, de 40 francs pour la livre sterling (1). On ne pouvait donc légitimement espérer que la monnaie française en 1919 ne subirait pas une dépréciation plus considérable qu'en 1871.

A vrai dire, il était difficile qu'il en fut autrement, étant donné l'abus que l'on avait fait du papier-monnaie : En 1870, les hostilités ne s'étaient poursuivies que pendant quelques mois. Les quatre années de la dernière guerre, sont encore trop proches pour qu'il soit possible d'en oublier la terrible durée. La guerre de 1870 n'avait pas eu ce caractère de lutte d'épuisement qui est le trait dominant du récent conflit, pendant lequel toutes les forces vives du pays ne servaient qu'à entretenir l'œuvre de destruction. Il y a cinquante ans, l'invasion allemande, bien que beaucoup plus étendue que celle que

(1) Le change anglais pendant la guerre a lui aussi été soutenu. La dépréciation de la Livre par rapport au dollar ne s'est produite qu'en 1919.

nous venons de connaître, n'avait pas laissé dans nos provinces les plaies béantes que nous avons tant de peine à refermer. Seule une fraction minime de la population avait pris part aux batailles de 1870 et 1871, et les pertes avaient été relativement légères. Elles ne peuvent en aucune façon être comparées aux ravages exercés dans la population mâle d'un pays qui avait mobilisé près du cinquième de l'ensemble de ses habitants pour défendre son indépendance.

Pendant la situation au lendemain de l'armistice permettait encore d'éviter une trop grande dépréciation de la monnaie nationale. Il convenait pour cela de ne plus augmenter la circulation fiduciaire, si tant est qu'il n'était pas possible de la réduire immédiatement. On pouvait espérer à ce moment que l'Etat arrêterait tout au moins ses emprunts à la Banque, s'il ne pouvait se mettre immédiatement en mesure de commencer ses remboursements. La convention du 21 septembre 1914, qui portait les avances au Trésor à 6 milliards, contenait l'engagement de l'Etat de les rembourser dans le plus court délai possible, soit au moyen des ressources ordinaires du budget, soit sur les premiers emprunts, soit sur les autres ressources extraordinaires dont il pourrait disposer. Dans cette même convention, il était inscrit que l'intérêt payé par l'Etat demeurerait fixé à 1 0/0 pendant toute la durée des hostilités et l'année qui suivrait. Il serait diminué de 1/8 à titre de redevance. Une année après la cessation des hostilités, le taux (1) serait

(1) D'après les conventions ultérieures, la Banque conserve 0,50 % sur les premiers 21 milliards et 0,375 sur les 3 milliards suivants. Au-delà de 24 milliards, les intérêts vont intégralement au compte d'amortissement.

relevé à 3 0/0, le supplément de 2 0/0 étant affecté à une réserve spéciale pour l'amortissement.

Mais au commencement de 1919, l'Etat, loin de pouvoir commencer les remboursements, s'est trouvé en face de besoins nouveaux et d'une liquidation formidable à organiser, tandis que les besoins anciens allaient pendant plusieurs mois continuer de peser sur le Trésor. En novembre 1918, un emprunt fut émis avec grand succès. Les souscriptions aux bons de la défense nationale se présentaient en reprise marquée, mais toutes ces ressources furent insuffisantes en l'absence d'un vigoureux effort fiscal, devant le flot montant des dépenses de tout genre, résultat d'une politique dont toute idée d'économie paraissait bannie, et l'Etat fit appel de nouveau à la Banque de France.

Puisque l'on recourait à cet expédient, on allait droit à une nouvelle dépréciation monétaire. Il est possible qu'à ce moment on ne se soit pas rendu compte assez nettement du danger, en raison du soutien artificiel du change qui masquait la réalité. Un examen attentif du niveau des prix en France et aux Etats-Unis ne devait cependant pas laisser de doute à cet égard. Des émissions nouvelles de billets de banque ne pouvaient manquer de faire hausser encore les prix à l'intérieur et de rendre inévitable un réajustement à un niveau de change de plus en plus élevé.

Le conseil de régence de la Banque, après avoir donné toute son attention à la situation de la trésorerie, consentit une nouvelle avance de 3 milliards, non sans avoir fait remarquer au ministre des Finances tout l'inconvénient de la surabondance des disponibilités moné-

taires. Aussi, lorsque deux mois après, le Gouvernement fit un nouvel appel à la Banque, le conseil de régence commença par refuser. Enfin, en présence de promesses formelles de remboursement de cette nouvelle avance sur le produit du plus prochain emprunt, sanctionnées par la convention du 24 avril 1919, elle se décida à prêter encore trois milliards.

Il en résulta la continuation de l'inflation pendant l'année 1919 :

Moyenne du 1 ^{er} trimestre.....	32.396
— 2 ^e —	34.167
— 3 ^e —	35.234
— 4 ^e —	37.175

La circulation s'est accrue de plus de 5 milliards en un an. Cette augmentation rapide a stimulé la demande et fait hausser tous les prix. Il faut ajouter aussi que des quantités de billets thésaurisés jusque-là ont été rejetés dans la circulation. Après l'armistice, les besoins de la consommation, longtemps modérés, se sont donnés libre cours. De plus, voyant les émissions se poursuivre et la hausse des prix s'accroître, chacun a été incité à ne pas retarder ses acquisitions et même à s'approvisionner à l'avance. Le remboursement des dettes hypothécaires et les achats de terres par les paysans, ont contribué à remettre dans la circulation des billets conservés jusque là à peu près sans emploi. Devant l'insuffisance de la production nationale pour répondre à cette demande largement accrue, on s'est tourné vers l'étranger.

A ce moment nos importations atteignaient 3 mil-

liards de francs par mois, contre un milliard aux exportations. La hausse du change courait après la hausse des prix sans pouvoir l'atteindre. Le déséquilibre qui existait à la fin de 1918 subsistait toujours. M. Décamps, dans une conférence faite à la Société d'Economie politique le 4 mai 1921, a rapproché de l'indice publié par la statistique générale de la France, après avoir traduit en francs les prix américains sur la base du cours moyen du dollar à Paris, l'indice des prix aux Etats-Unis. Cette comparaison a fait ressortir pour toute l'année 1919 des prix aux Etats-Unis inférieurs aux prix français. Nos importations ne pouvaient donc que se développer. C'est ce que permettent de vérifier les statistiques du commerce extérieur. On y remarque l'accroissement en quantité des objets d'alimentation et des objets fabriqués, la diminution des matières premières, signe des besoins pressants de la consommation.

Au total, les importations en 1919 ont dépassé les exportations de plus de 22 milliards de francs. Un tel déficit de la balance commerciale a été couvert, pour une faible partie, par les dernières livraisons de change effectuées par la Banque de France; elles ont atteint 2.200 millions. Le reste n'a pu l'être que par l'ouverture de crédits privés, par des exportations de valeurs mobilières étrangères, par des achats de valeurs ou biens français par des étrangers, par l'accumulation dans les banques de dépôts pour compte étranger.

Parallèlement à l'accroissement de la circulation, la dépréciation du franc s'est accentuée. Sur le marché intérieur, l'indice des prix de gros passe de 348 en janvier 1919 à 488 en janvier 1920. Quant au change, dès

la fin de 1919, le dollar s'était élevé à 11 fr. 80, la livre sterling à 45 francs.

En 1920, la circulation subit encore un certain accroissement, mais beaucoup moindre que pendant l'année précédente.

Moyenne du 1 ^{er} trimestre...	37.943 millions
— 2 ^e — ...	37.789 —
— 3 ^e — ...	38.202 —
— 4 ^e — ...	38.854 —

L'indice des prix atteignit son maximum en avril, pour ne plus cesser de s'abaisser depuis lors (1). Si l'on se reporte à la cote des changes, on remarque une continuation de la hausse de 1919 qui porte au 16 avril 1920 la livre à 67 fr. 45, le dollar à 17 fr. 40, puis une vive réaction qui les ramène respectivement au 6 juillet à 45 fr. 95 et 11 fr. 64. Depuis cette date, on assiste à des oscillations de ces deux devises autour des cours de 50 et 13 francs, la livre tendant cependant de plus en plus à se rapprocher de la parité ancienne en dollars.

A partir de 1920, surtout à partir du mois de mars, la comparaison des nombres indices fait ressortir une situation inverse de celle qui a été signalée plus haut. Les prix aux Etats-Unis sont plus élevés qu'en France, compte tenu des changes : c'est une des causes de la réaction de ceux-ci. De plus, l'équilibre des prix intérieurs et extérieurs s'étant rétabli, le déficit de la balance commerciale se réduit à 14 milliards en 1920, à 2 milliards en 1921.

(1) La baisse des prix de gros a atteint son minimum en février 1922. Depuis ce moment on assiste à une légère hausse.

L'année 1920 voit l'inflation se ralentir puis s'arrêter. La circulation atteint son maximum en septembre avec 39.200 millions, la dette de l'Etat s'élevant à 26.600 millions. Depuis lors cette dernière décroît lentement, par application de la convention du 29 décembre 1920, qui fixe les remboursements annuels à 2 milliards, entraînant avec elle une réduction à peu près parallèle de la circulation.

La dépréciation du franc a atteint son maximum en avril 1920. Elle reste encore très forte. Il importe d'examiner quelle est la situation qu'elle a créée.

Les prix à l'heure actuelle sont en moyenne trois fois et demie plus élevés qu'avant la guerre, et le franc perd environ 60 0/0 par rapport au dollar, monnaie d'or effective. Mais il est absolument nécessaire de distinguer les divers éléments qui exercent leur action dans le monde sur le niveau des prix. En premier lieu il faut signaler la dépréciation de l'or, que l'on peut évaluer approximativement à la hausse des prix dans le pays où l'or circule librement, les Etats-Unis. Les nombres indices y sont en ce moment à peu près moitié plus élevés qu'en 1913. En second lieu intervient la hausse des prix due aux circonstances économiques : il faut entendre par là l'accroissement de la demande qui a précédé la crise de 1920. Pendant toute la durée de la guerre, deux causes générales ont contribué à la hausse des prix, indépendamment de l'inflation : les besoins exceptionnels des Etats belligérants; la réduction de la production et les difficultés de transports. On peut dire qu'actuellement ce deuxième élément n'exerce plus une action très appréciable. Enfin il y a l'inflation fidu-

ciaire, plus ou moins accentuée dans les différents Etats.

La baisse des prix, suivant les pays, peut donc se produire pour trois causes : une appréciation de l'or, qui ne peut avoir d'influence que là où la circulation de ce métal est libre; la préparation ou la liquidation d'une crise économique, qui réagit généralement sur le monde entier; une réduction de la quantité des moyens de paiement, qui n'a d'action que dans le pays qui la subit. Il est d'ailleurs possible que les deux dernières causes se contrecarrent l'une l'autre. En France par exemple, la baisse des prix à partir d'avril 1920 doit être attribuée en grande partie à la crise économique générale. En Allemagne au contraire, l'accroissement continu de l'inflation a annihilé toute l'action de la baisse des prix qui s'est produite sur le marché international. Suivant la situation économique et monétaire dans laquelle se trouvent placées maintenant les diverses nations, il peut donc y avoir des variations de prix générales ou locales. C'est là un élément nouveau qui est dû à la nationalisation de presque tous les systèmes monétaires par le billet de banque à cours forcé. Avant la guerre, il n'y avait dans l'ensemble que des variations de prix générales pour tous les pays rattachés à l'étalon or.

Quoi qu'il en soit, si l'on prend le cas de la France, on constate que l'influence de la dépréciation du franc a pénétré peu à peu dans tous les prix, très rapidement pour les uns, beaucoup plus lentement pour les autres. Entre 1913 et le mois d'avril 1920, les prix de gros ont augmenté de 488 0/0. En 1913, l'écart entre les indices spéciaux extrêmes n'était guère que de 13 0/0. En avril

1920, le même écart atteignait 135 0/0. Au début de 1922, il s'était réduit à 35 0/0.

Les variations des prix font que nous éprouvons actuellement une très grande difficulté à définir notre unité monétaire. Elle ne représente plus, comme avant la guerre, un certain poids d'or. Ce n'est plus qu'un pouvoir d'achat en France, pouvoir d'achat assez variable. Il est indéniable que la teneur métallique légale du franc n'a pas changé, mais il ne semble pas possible de dire que toutes les transactions qui ont eu lieu après comme avant 1914 ont été effectuées implicitement ou explicitement en francs de la loi monétaire fondamentale. Les échanges se font en tenant compte de la dépréciation du franc : les prix se chiffrent en francs papier. Certes, aucune modification législative des caractéristiques métalliques de notre étalon monétaire n'est intervenue, et même les pouvoirs publics ont toujours affirmé jusqu'ici leur volonté de revenir au pair antérieur. Mais on constate alors que les francs d'aujourd'hui ne sont pas les francs d'hier et ne seront plus les francs de demain, et c'est ce qui fait toute la gravité du problème monétaire en France.

Du fait que le franc est une monnaie de papier, la valeur en est particulièrement instable. Cette valeur résulte de causes multiples : quantité de billets émis, qui dépend en grande partie des pouvoirs publics; quantité réellement en circulation, qui dépend du public; idée que l'on se fait de ce que cette valeur pourra être, qui dépend en grande partie des impressions des spéculateurs étrangers. De plus ce franc papier n'a de pouvoir d'achat qu'en France. S'il en est exporté, ce ne peut être

que par l'effet du crédit, et il faudra que ces billets reviennent s'employer dans le pays d'où ils sont sortis.

Ces caractéristiques de la monnaie de papier sont toutes différentes de celles de la monnaie métallique d'avant-guerre, dont la quantité était indépendante de la volonté des pouvoirs publics, et qui pouvait être envoyée à l'étranger où elle avait un pouvoir d'achat. Les variations des prix dues à des modifications dans la valeur de la monnaie étaient lentes et affectaient à la fois tous les pays rattachés au même étalon. Les variations des changes étaient entravées par la libre circulation de l'or.

Le papier-monnaie a brisé les liens qui rattachaient les différents systèmes monétaires. Toutefois, il faut faire une distinction entre les pays où l'inflation est arrêtée et ceux où elle se poursuit encore. Pour les premiers, on peut se rendre compte que les fluctuations de leurs devises par rapport aux changes stables s'effectuent autour d'une certaine position moyenne, mais les écarts n'en restent pas moins considérables. Il est vrai que ces variations de la valeur des monnaies exercent surtout leur action sur les prix de gros. Leur action n'est que dérivée sur les prix de détail, qui sont ceux qui intéressent l'existence quotidienne, et la hausse ou la baisse des prix de détail ne suit qu'avec un assez long retard celle des prix de gros, ou plus exactement celle de la moyenne des prix de gros pendant une certaine durée.

Mais ce sont surtout les prix de gros qui intéressent la production et les entreprises. L'action de l'instabilité monétaire s'exerce sur eux sans intermédiaire, et c'est là qu'elle est la plus redoutable. En ce qui concerne le

coton, par exemple, M. Laederich a mis en évidence cette situation dans la *Journée industrielle*, en dressant le tableau suivant :

Valeur en francs du dollar

Cours le plus haut :

1920. 17 fr. 21 (décembre) | 1921. 17 fr. 18 (janvier)

Cours le plus bas :

11 fr. 60 (juillet) | 11 fr. 645 (mai)

Valeur du coton aux Etats-Unis (Nouvelle Orléans)
en cents

Cours le plus haut :

1920. 41,75 (avril) | 1921. 20,00 (septembre)

Cours le plus bas :

12,72 (décembre) | 9,85 (juin)

Valeur du coton au Havre,
en francs, aux 50 kilogrammes

Cours le plus haut :

1920. 970 (avril) | 1921. 402 (octobre)

Cours le plus bas :

280 (novembre) | 172 (juin)

On pressent immédiatement, sans qu'il soit besoin d'insister, tout ce que de si amples variations de cours peuvent apporter d'embarras aux industriels français. Il ne faut pas oublier cependant que 1920 a été au point de vue économique une année exceptionnelle. En admettant même que les cours des matières premières deviennent plus stables, il n'en resterait pas moins que leurs variations inévitables seraient encore affectées par l'aléa énorme du change. En 1922, on a vu le dollar descendre

jusqu'à 10 fr. 80 en février; il a atteint plus de 16 francs au début de novembre. La livre sterling a varié de 47 fr. 90 à 72 francs. Or, on ne peut oublier l'influence qu'exercent sur les grands marchés de matières premières, combustibles, métaux, textiles, céréales, les pays anglo-saxons. La plupart de ces matières se cotent en livres ou en dollars. Par conséquent, toute variation du change se répercute immédiatement pour nous sur leur prix.

Cette instabilité est singulièrement néfaste. Elle crée un risque permanent dans toutes les transactions; elle rend particulièrement aléatoires les contrats à long terme, entrave les affaires, rend précaire la condition des prêteurs et des emprunteurs, modifie sans cesse la répartition des fortunes, est une des causes les plus importantes du malaise social, et met un obstacle de plus à la paix économique et à la prospérité des nations. Encore faut-il remarquer qu'un certain nombre de ces conséquences sont moins grandes quand les oscillations des prix se produisent autour d'une certaine position moyenne qui ne subit, elle, dans le temps, que des variations relativement lentes.

Mais nous ne sommes arrivés à notre situation actuelle qu'après avoir passé par une longue période d'inflation. La dépréciation monétaire, en se produisant à une allure rapide, a eu des conséquences tant économiques que financières et sociales tout à fait déplorables.

L'inflation donne un élan apparent aux affaires, seulement la prospérité artificielle qui en résulte ne tient pas à une augmentation de la production, mais à l'accroissement du pouvoir d'achat de certains consommateurs.

L'inflation est une source de difficultés pour les producteurs et commerçants, car elle entraîne une hausse désordonnée des prix de revient, une incertitude permanente sur les conditions d'achat des matières premières et des marchandises. La dépréciation monétaire jette le trouble dans les relations avec l'étranger. Le change subit une hausse désordonnée; la prime à l'exportation qui résulte de la dépréciation plus rapide de la monnaie à l'intérieur qu'à l'extérieur, crée des courants économiques factices qui ne reposent sur aucune base saine. Sur le marché intérieur, l'inflation fait disparaître la concurrence entre les vendeurs, commerçants et industriels s'habituent à voir le consommateur acheter à n'importe quel cours; ils majorent arbitrairement leurs prix de vente et souvent perdent toute moralité commerciale. La spéculation est favorisée aux dépens du commerce honnête. L'inflation mécontente les travailleurs, qui, devant la hausse des prix, réclament toujours de plus hauts salaires et les imposent au besoin par des grèves, d'où une diminution du travail effectif et des troubles fréquents. Quant aux personnes dont les ressources ne peuvent s'accroître aussi vite que la dépréciation de la monnaie, ou même restent fixes, la hausse du prix de toute chose réduit de plus en plus leur pouvoir d'achat et finit par les plonger dans la misère. L'inflation décourage l'épargne, décline les portefeuilles, généralise la manie du jeu. Elle énerve les classes moyennes, armature de la nation, qui voient leurs revenus diminuer de jour en jour. Pour les rentiers, les pensionnés, les bailleurs d'avant-guerre, l'avilissement de la monnaie représente une véritable spoliation.

Dans le domaine des finances publiques, elle entraîne des gabegies, l'impossibilité de dresser un budget. Les prévisions de recettes et de dépenses ne présentent plus aucune concordance avec les recettes et les dépenses effectives. On en vient alors à vivre au jour le jour, solution ruineuse pour les finances d'un Etat. Celui-ci voit croître ses dépenses de personnel et de matériel, la charge de sa dette extérieure. Seule sa dette intérieure ne devient pas plus lourde : le poids de celle-ci s'allège même, mais c'est au détriment des rentiers dont on connaît la situation misérable. Pour les recettes, la hausse des prix tend à en accroître nominalement le montant, mais cette progression ne suit pas celle de la dépréciation monétaire. Cependant l'inflation est pour l'Etat un expédient commode et tentant; elle met entre ses mains des moyens de paiement quand il ne peut s'en procurer suffisamment par les voies régulières. L'inflation est le moyen auquel recourent les Gouvernements faibles, qui n'ont pas le courage d'équilibrer leur budget par des économies rigoureuses, des impôts, ou, en cas de nécessité, par des emprunts. A vrai dire l'inflation est un impôt sur le capital, mais qui ne frappe que certains capitaux et viole par conséquent le principe de l'égalité de tous devant les charges fiscales. Ce qui plaît en elle aux Gouvernements faibles, c'est le peu de résistance que peuvent y opposer les particuliers, les encouragements même qui souvent viennent en approuver l'emploi. C'est la ressource la plus détestable dont puissent user les Etats.

Il faut donc, en ce qui nous concerne, mettre tout de suite de côté l'idée d'une inflation nouvelle. Les émis-

sions de papier-monnaie ont causé trop de dommages, trop de souffrances, trop de ruines, pour que nous soyons tentés d'en user de nouveau. L'exemple de la Russie, de l'Autriche, de l'Allemagne, bien que la prospérité industrielle de cette dernière ait longtemps fait illusion, ne peut vraiment plaire qu'à ceux dont le but est de détruire toute l'organisation sociale actuelle. On ne peut fonder une politique financière et économique durable sur l'inflation, sans aller au devant de difficultés inextricables.

On voit parfois défendre l'idée d'une inflation limitée, qui permettrait à l'Etat, dit-on, de faire face à ses payements arriérés, ou de couvrir le déficit du budget. Il faut remarquer tout d'abord que l'on ne s'entend pas sur la limite à fixer à cette émission nouvelle. Le moyen paraît si facile que l'on pourrait en craindre un usage immodéré. Mais de plus, cette nouvelle inflation entraînerait une hausse immédiate des prix, et une nouvelle désorganisation de la vie économique du pays. Quelle assurance aurait-on de s'arrêter après ce premier essai ? Qui dit qu'on ne proposerait pas à ce moment une nouvelle inflation ? On risquerait fort de retomber par ce moyen dans l'émission du papier-monnaie à jet continu. Une nouvelle hausse des prix contribuerait à prolonger et à accroître tous les bouleversements économiques et sociaux produits par la dépréciation monétaire.

Il faut donc écarter résolument toute idée d'inflation nouvelle. Mais quelle conduite tenir à l'égard de l'inflation ancienne, celle qui subsiste encore aujourd'hui ? Les avis sont très partagés. Il ne s'agit plus en effet, comme après la guerre de 1870, de rétablir au moyen

des remboursements de l'État une proportion convenable entre la circulation fiduciaire et l'encaisse, sans qu'une telle politique puisse faire monter la valeur du billet de banque au-dessus de la parité métallique qu'il n'avait pour ainsi dire jamais quittée. Les émissions excessives de billets de banque ont fait hausser tous les prix. Le franc s'est déprécié. Convient-il d'essayer d'augmenter la valeur de l'unité monétaire de façon à retrouver le pair ancien?

Pour les uns, il faut faire tous les efforts possibles pour arriver à ce but. Pour les autres, la recherche d'un tel résultat est vaine: il est nécessaire d'adopter une nouvelle parité plus faible que l'ancienne, et de constater la dépréciation actuelle par une stabilisation ou dévalorisation. L'exposé même des arguments présentés en faveur de chaque solution, montrera toutes les difficultés devant lesquelles nous sommes placés.

CHAPITRE II

Les solutions proposées

Faut-il s'efforcer de revenir à la parité ancienne? Faut-il au contraire adopter une parité nouvelle? Tel est le problème qui se pose.

A vrai dire, une politique monétaire a déjà été adoptée en principe, et l'application s'en poursuit en ce moment. Depuis deux ans l'Etat procède au remboursement graduel de l'emprunt qu'il a fait à la circulation. Aux termes de la convention du 29 décembre 1920, le maximum des avances de la Banque doit diminuer chaque année de 2 milliards. Ce maximum ayant été fixé à 25 milliards au 31 décembre 1921, les avances seraient donc entièrement remboursées, sauf modification de la convention (1), au bout de 13 ans, ou plutôt au bout de 15 ans, si l'on y joint celles faites aux Gouvernements étrangers, au sujet desquelles aucune disposition d'amortissement ne paraît avoir été prise encore. A ce moment, les billets seraient donc couverts à nouveau comme avant la guerre par l'encaisse, les avances sur titres et les effets escomptés.

On remarquera que dans la convention du 29 décembre, il n'a été question que des avances de la Banque à l'Etat, et en aucune façon de la circulation. On n'a pas décidé de diminuer chaque année le montant des

(1) La loi du 31 décembre 1922 vient de ratifier une convention passée entre le ministre des Finances et le Gouverneur de la Banque de France réduisant exceptionnellement à 1 milliard le remboursement de 1922.

billets antérieurement émis d'une somme déterminée. M. Decamps l'a très nettement indiqué dans sa conférence du 13 février 1922 : « Les remboursements de l'Etat à la Banque sont une chose; la capacité d'émission de celle-ci en est une autre. Cette capacité d'émission n'est pas touchée par les remboursements de l'Etat. La limite de la circulation autorisée reste la même ». La loi du 17 juillet 1919 avait fixé à 40 milliards le maximum des émissions. L'article 74 de la loi de Finances du 31 juillet 1920 dispose que « pendant l'absence des Chambres dans l'année 1920, la limite maximum de l'émission des billets de la Banque de France pourra être élevée jusqu'à 43 milliards de francs pour les besoins du commerce, par décret rendu en Conseil d'Etat sur la proposition du ministre des Finances ». Le maximum des émissions autorisées a été fixé par décret du 28 septembre 1920 à 41 milliards. Il n'a pas subi de modification depuis. La circulation effective se tenant aux environs de 37 milliards, il reste donc une certaine marge utilisable éventuellement pour les besoins du commerce.

Quelle peut être la répercussion sur la circulation des remboursements de l'Etat à la Banque? Pour effectuer chaque année la réduction prévue de sa dette, l'Etat prélève sur la circulation, par la voie de l'impôt ou de l'emprunt, actuellement par cette dernière seule puisque le budget n'est pas en équilibre, la quantité de billets nécessaire et les remet à la Banque qui les annule. Ces remboursements sembleraient donc devoir entraîner une déflation, c'est-à-dire une diminution de la quantité de moyens de paiement. Si la réduction de la dette de l'Etat

entraînait une réduction parallèle de la circulation, celle-ci devrait être descendue vers 1938 aux environs de 10 milliards.

Cependant, comme la Banque conserve toujours la faculté d'émettre de nouveaux billets pour des opérations bancaires normales, soit en contre partie d'un versement d'or, ce qui n'est guère probable tant que le change ne sera pas revenu au pair, soit pour répondre à des demandes d'avances sur titres ou d'escompte, on peut supposer que des émissions nouvelles pourraient se produire et compenser en tout ou en partie la contraction résultant des remboursements de l'Etat. Jusqu'à présent, toutefois, la diminution de la circulation a suivi presque parallèlement la diminution des avances de la Banque. Le montant total des effets escomptés n'a subi, en moyenne, que de faibles variations. On peut attribuer ce phénomène aux deux causes suivantes : la crise économique qui diminue les besoins de crédit du commerce; la baisse générale des prix, due pour la plus grande part à cette même crise, qui fait qu'une même somme d'effets escomptés correspond maintenant à un volume d'affaires plus grand qu'il y a trois ans. Si l'on suppose que le franc arrive un jour à recouvrer sa valeur or, les prix seraient descendus à moins de la moitié du niveau actuel. A ce moment, un portefeuille de valeur nominale égale à celle d'aujourd'hui correspondrait en réalité à une masse plus que double de transactions.

Comment peut-on espérer retrouver le pair ancien en suivant la politique monétaire de la convention du 29 décembre 1920? Si, toutes choses égales d'ailleurs, on considère un pays donné, pourvu d'une quantité déter-

minée de moyens de payement non exportables, comme le papier-monnaie, cette situation correspond à un certain niveau des prix. La réduction de la circulation entraîne une baisse des prix, et c'est là ce qu'ont fait les Etats qui ont pratiqué la déflation. Ils ont diminué le montant des instruments de payement utilisés dans le pays.

Dans le cas de la France à l'heure actuelle, des émissions nouvelles pourraient se produire pour cause commerciale. La renaissance de l'activité économique tendrait à augmenter les demandes d'escompte. Les émissions nouvelles de billets, qui en résulteraient, compenseraient pour partie les retraits provenant des remboursements de l'Etat à la Banque. On pourrait même concevoir qu'elles viennent à les dépasser, et que la limite des 41 milliards soit près d'être atteinte.

Quelle est, dans ces conditions, l'action qui s'exercerait pour faire baisser les prix? Il faut distinguer, suivant que cette demande commerciale accrue serait due à un développement normal de l'activité économique ou à la spéculation. Dans ce dernier cas la Banque devrait la combattre en relevant le taux de son escompte. Mais si le gonflement du portefeuille résultait d'un essor des affaires vraiment sain, il n'y aurait pas de raison de l'arrêter. La situation se présente alors de la manière suivante : l'Etat en prélevant une quantité déterminée de billets sur la circulation et en la remettant à la Banque fait disparaître un certain pouvoir d'achat. Comme les prix se fixent en moyenne suivant le rapport qui existe entre la quantité des produits offerts et le total du pouvoir d'achat, la diminution de ce dernier entraîne une

disproportion entre l'offre de produits et la masse des moyens de paiement, et il en résulte une baisse des prix. Si des émissions nouvelles de billets sont faites pour des besoins commerciaux, celles-ci augmentent bien la masse des moyens de paiement, mais comme la quantité des produits offerts augmente au moins dans la même proportion, l'action des remboursements de l'Etat subsiste.

D'ailleurs, l'accroissement de la production est loin d'entraîner un accroissement proportionnel du portefeuille. On peut citer par exemple la période qui s'étend de 1871 à 1878, pendant laquelle le portefeuille d'effets de la Banque n'a subi qu'une très légère augmentation. Jusqu'en 1870 il n'avait qu'à de rares exceptions dépassé 700 millions; après la guerre le chiffre moyen oscilla autour de 900 millions, et jusqu'en 1881 il ne dépassa un milliard qu'exceptionnellement. A partir d'août 1870 la circulation avait progressé par suite des émissions de billets faites en contre-partie des bons du Trésor remis par l'Etat; puis, dès 1873, alors que les avances à l'Etat se réduisaient chaque année, l'encaisse augmenta progressivement et arriva en 1878 à couvrir presque entièrement la circulation, qui n'avait diminué que peu par rapport au maximum atteint en 1873. De 1878 à 1914, c'est surtout l'accroissement de l'encaisse qui a fait augmenter la circulation, et peu celui du portefeuille, ce dernier s'élevant au 23 juillet 1914 à 1.540 millions. Jusqu'en 1914 c'est donc beaucoup plus l'encaisse que le portefeuille qui a réglé le volume des instruments monétaires.

Actuellement, deux milliards et demi d'effets es-

comptés sont un chiffre relativement faible si l'on considère la hausse des prix. Cela tient à ce que beaucoup de transactions se font au comptant.

D'autre part, l'encaisse ne peut plus régler la circulation, puisqu'il ne peut y avoir d'entrées d'or, au prix où la Banque offre de le payer. Il reste alors trois éléments qui peuvent faire varier le volume des moyens de paiement : l'escompte d'effets de commerce à la Banque, les remboursements de l'Etat, les variations du montant de la dette flottante. On conçoit difficilement que les demandes d'escompte puissent devenir à bref délai si importantes qu'elles arrivent à entraîner un accroissement notable de la circulation. Comme on l'a vu, à un développement donné de la production ne correspond pas une augmentation égale du portefeuille de la Banque. On peut donc penser que même si l'Etat ne remboursait pas celle-ci, la circulation ne devrait augmenter que dans une proportion relativement faible. L'Etat remboursant graduellement, la circulation devrait tendre à diminuer, quoique probablement dans une mesure un peu moindre par suite des émissions nouvelles dues à la demande commerciale. L'Etat amortit sa dette envers l'institut d'émission au moyen de l'excédent de l'ensemble de ses recettes, impôts et emprunts, sur l'ensemble de ses dépenses. C'est alors qu'interviennent les variations du montant de la dette flottante. On verra plus loin comment le public pourrait, dans certaines conditions, provoquer un accroissement des émissions de billets en réclamant le remboursement de grosses quantités de valeurs à court terme du Trésor. Cette éventualité, à laquelle il semble qu'on puisse pallier par

diverses mesures, ne serait pas susceptible de se présenter si toute la dette était consolidée.

On peut donc penser que si l'Etat continue à rembourser son emprunt à la circulation, la masse des moyens de paiement va tendre à diminuer lentement, malgré le développement de la production. On ne peut s'attendre à voir la partie de la circulation actuellement gagée par des bons du Trésor remplacée intégralement par une circulation gagée par des effets de commerce. De toute façon il y aura une déflation si l'Etat poursuit l'amortissement des avances qu'il a reçues. Il y aura aussi tendance à la baisse des prix, tendance plus ou moins accentuée suivant l'importance annuelle des remboursements de l'Etat, mais qui subsisterait même si celui-ci consolidait sa dette envers la Banque. Il ne pourrait en être autrement que par la fixation d'une parité nouvelle déterminée d'après la dépréciation monétaire du moment; l'or serait libre d'entrer de nouveau, ce qui par le jeu des entrées et sorties du numéraire, rétablirait l'équilibre entre le niveau des prix et la quantité des moyens de paiement.

Si l'on maintient la parité ancienne, une certaine déflation apparaît comme la conséquence inévitable des remboursements de l'Etat (1). C'est pour cette raison qu'on qualifie de politique de déflation celle qui tend à revenir au pair ancien. Toutefois, le nœud du problème monétaire ne paraît pas être la question de savoir si l'on fera une déflation ou non, mais celle de savoir si l'on fixera ou non une nouvelle parité. Fixer une nou-

(1) C'est la conclusion à laquelle arrivent dans leurs nombreux articles sur le problème monétaire MM. François Marsal et Décamps.

velle parité, d'après la dépréciation monétaire du moment, c'est vouloir entraver la baisse des prix qui pourrait résulter du défaut d'accroissement parallèle de la circulation et de la production; c'est vouloir confier à nouveau comme avant la guerre, la fixation des prix à la valeur de l'or, tout en remarquant qu'une production insuffisante de ce métal pourrait entraîner elle aussi, comme le fait s'est produit déjà à plusieurs reprises, une baisse du niveau général des prix. La question de la possibilité de soustraire ceux-ci aux variations de la production de l'or a préoccupé beaucoup d'esprits. Il n'y a pas lieu de l'étudier ici. Le seul problème qui se pose à l'heure actuelle est celui de savoir si oui ou non, on fixera une nouvelle parité. Si l'on se prononce pour la négative, il faut s'attendre à une baisse des prix. Le désaccord porte sur la question de savoir si cette baisse est souhaitable et possible.

a) *Retour à la parité ancienne.*

La politique monétaire actuelle tend donc à revenir au pair ancien. Puisque la cause de tout le mal, soutiennent ses défenseurs, vient des emprunts de l'État à la Banque, emprunts sans lesquels la circulation fiduciaire ne dépasserait pas 10 milliards, il faut y remédier par l'amortissement de la dette de l'État. Alors le billet de banque sera couvert à nouveau par l'encaisse et le portefeuille, et la parité métallique d'avant-guerre sera rétablie. En effet, dit-on, il importe de faire honneur aux engagements pris : il faut respecter le contrat passé entre l'État et la Banque. On s'est demandé parfois s'il n'y

avait pas injustice de la part de l'Etat à concentrer tous ses efforts en ce moment, sur le remboursement de sa dette envers l'institut d'émission, dette dont l'intérêt est bien moins élevé que celui des emprunts à long ou même à court terme. La Banque n'est que l'un des créanciers de l'Etat, et peut-être le moins intéressant, puisque les billets qu'elle a prêtés ne lui ont coûté aucun sacrifice. Mais on peut répondre que la Banque ne fait que représenter les porteurs de billets, et que c'est en réalité à ceux-ci que l'Etat a emprunté. La Banque n'est qu'un intermédiaire, qui d'ailleurs ne bénéficie en rien des remboursements de l'Etat, puisqu'elle annule les billets qu'elle reçoit. Elle voit se réduire peu à peu les profits importants qu'elle retire des avances faites.

A vrai dire, chaque porteur de billets n'en possède jamais qu'une faible quantité, et la dépréciation qui s'est produite dans leur valeur a atteint tout le monde pour une fraction minime. Ceux qui ont été véritablement lésés sont ceux qui étaient possesseurs de créances exprimées en francs. C'est à eux que le retour vers le pair bénéficierait réellement. Il améliorerait sensiblement le sort de cette catégorie de personnes, nombreuses, fort intéressantes et économes; leur pouvoir d'achat serait accru, et par suite leur consommation augmenterait. Au premier rang figurent d'ailleurs les rentiers de l'Etat, qui ayant acheté leurs titres soit avant 1914, soit lors des premiers emprunts de guerre, ont vu fondre en quelque sorte capital et revenus.

En ce qui concerne les finances publiques, ajoute-t-on, l'appréciation du franc ne pourra avoir de conséquences fâcheuses. Le crédit de la France sera tel, lorsqu'on la

verra remonter sa monnaie à la parité ancienne, que la rente jouira d'une faveur exceptionnelle. Assurés de voir s'accroître la valeur réelle d'un capital placé en fonds d'Etat français, tous, nationaux comme étrangers, voudront en acheter. L'afflux des demandes fera monter les cours, ce qui permettra d'opérer des conversions répétées, grâce auxquelles l'Etat, légitimement, sans léser personne, pourra diminuer la charge qui pèse sur lui du fait de sa dette intérieure.

Quant à la dette extérieure, son importance subit des variations qui atteignent des dizaines de milliards de francs, suivant le cours des changes. Plus le franc se rapprochera du pair, moins cette dette sera lourde. C'est ainsi qu'en décembre 1921 la dette commerciale s'élevait à 14.310 millions au cours moyen du change, alors qu'au pair elle ne dépassait pas 5.913 millions. Les chiffres correspondants pour la dette politique étaient de 71.246 millions et 29.489 millions.

Si l'on considère le reste des dépenses, on constate que la hausse du franc permettra une réduction sensible de la rémunération des fonctionnaires. Quant aux dépenses de matériel, elles diminueront dans la même proportion que la hausse des prix.

Si maintenant on passe aux recettes, on observe qu'elles ont été loin de s'élever dans la proportion de la dépréciation du franc, si bien que le retour au pair ne les réduira pas autant qu'on pourrait le craindre. « Le rendement des impôts, a-t-on dit, dépend encore plus de l'intensité du mouvement des marchandises que de leur cherté. La preuve en est à la faiblesse relative de la moins value que les recettes fiscales ont subie au

cours de la crise actuelle. Cette moins value apparaît relativement modique si on la compare à une baisse des prix qui en moyenne a atteint 50 0/0. C'est une constatation de nature à dissiper toute crainte quant aux répercussions qu'une sage politique monétaire est susceptible d'avoir sur les ressources publiques » (1).

Dans le domaine des affaires, les partisans de la déflation montrent qu'en procédant doucement et régulièrement, les effets en seront atténués et quasi insensibles. La production ne sera pas entravée. Ce qui l'entrave surtout, ce sont des baisses de prix subites et imprévues résultant de quelque crise, qui rognent ou suppriment les bénéfices sans que les frais de production soient diminués. Avec une déflation lente et mesurée, le changement de valeur provenant de la monnaie elle-même se fera sentir en même temps partout, aussi bien sur les frais de production que sur la vente des produits, et insensiblement. Il n'y a aucune raison pour que la production en soit paralysée. Ainsi, commerçants et industriels pourront s'accommoder du retour au pair. Quant à la masse des individus, c'est-à-dire ceux qui vivent d'un salaire ou d'un traitement, la seule chose véritablement intéressante pour eux est que leur rémunération réelle ne diminue pas. Avec la baisse des prix, un gain nominal moindre leur conservera un pouvoir d'achat égal, sinon supérieur, car l'expérience prouve que si les salaires et traitements ne s'élèvent pas toujours aussi rapidement que se produit le renchérissement de la vie, ils sont loin de suivre immédiatement la

(1) Rapport général de la commission des finances du Sénat sur le budget de 1922.

baisse des prix. C'est ce que montrent par exemple les études statistiques faites aux Etats-Unis pendant et après la guerre de sécession (1). La déflation est donc favorable aux classes laborieuses.

Si on ne s'appliquait pas à diminuer la dépréciation actuelle du franc, disent encore les partisans de la déflation, on laisserait subsister, en les consolidant même, la plupart des fortunes édifiées à la faveur de la guerre, et qui le plus souvent sont dues aux dépenses de l'Etat. On réduirait indirectement le revenu réel des épargnants qui ont mis leurs économies au service de la défense nationale.

Toute idée de stabilisation, poursuivent-ils, entraîne un doute sur la valeur de l'étalon monétaire. Si l'on se permet un affaiblissement de la monnaie, il n'y a pas de raison pour qu'on s'en tienne là. L'expédient est trop commode pour que l'on renonce à s'en servir de nouveau. Au contraire, en poursuivant fermement le retour au pair antérieur, la question est réglée. Il ne peut plus y avoir d'inflation nouvelle. Toute indécision est écartée.

D'ailleurs, quel pourrait-être l'intérêt d'une stabilisation du franc si l'existence d'un étalon or effectif n'était pas assuré. Il faudrait pour que la réforme puisse être utile, qu'une réserve d'or ou de change pût être mise à la disposition des débiteurs de l'étranger de manière à maintenir sur le marché international une valeur stable à la nouvelle unité. Mais, l'état même de nos engagements extérieurs nous interdit de penser à une dévalorisation sur le pied de la dépréciation actuelle. « Beaucoup d'étrangers ont acheté des francs à titre de spécu-

(1) Cf. Jacques Pallain. Les changes et les prix.

lation, pour bénéficier de la hausse de la valeur de notre monnaie. Ces achats ont mis à notre disposition des devises étrangères qui nous ont permis de combler le déficit de notre balance des comptes. La plupart de ces francs sont placés chez nous en dépôts à vue ou à très court terme, et peuvent être revendus dans un très court délai. L'annonce d'une dévalorisation viendrait ruiner leurs espérances, et la demande de devises étrangères consécutive au retrait de tous ces capitaux pèserait lourdement sur notre change. Il faut donc se garder de rien faire qui puisse donner un doute à ces prêteurs, sur notre volonté de remonter notre franc au pair » (1).

Enfin, déclare-t-on, le retour au pair est une question de prestige et d'amour-propre national. La dévalorisation est un expédient bon pour une nation affaiblie. Elle ne peut convenir à la France victorieuse. On ne peut douter que le crédit des Etats qui auront usé de ce fâcheux moyen sera atteint aussi bien à l'intérieur qu'à l'extérieur. En relevant son franc jusqu'au pair, la France donnera un témoignage éclatant de sa vitalité économique et du respect de ses engagements. Donc pas de dévalorisation qui apparaîtrait surtout comme un abus de la puissance publique au profit de l'Etat débiteur.

Tels sont les principaux arguments des défenseurs de la politique monétaire actuelle.

b) *Adoption d'une parité nouvelle.*

Les adversaires de la déflation ne se laissent pas convaincre. Pour eux, c'est une tâche vaine et dangereuse

(1) Décamps. Conférence à la Société d'économie politique, 1921.

que de vouloir revenir à l'ancienne parité. Au lieu de s'épuiser dans ce « travail de Sisyphe », il convient de s'efforcer de stabiliser le change à un niveau déterminé. Une fois cette stabilisation réalisée, il faudra reconnaître nettement la dépréciation de la devise nationale par l'institution d'une nouvelle parité.

Les partisans de la dévalorisation reconnaissent les inconvénients qu'entraîne l'émission de papier-monnaie sans base commerciale. Mais, disent-ils, la dépréciation monétaire qui a pu s'exercer plus ou moins rapidement sur les différents prix, a maintenant produit ses effets partout, et un ajustement s'est opéré. Toutes les valeurs se sont établies à un niveau, différent sans doute de celui d'avant-guerre, mais il existe entre elles un équilibre en somme suffisant.

Pourquoi chercher à restituer au franc son ancien pouvoir d'achat ? Ne risque-t-on pas de provoquer dans la vie économique une perturbation aussi fâcheuse que celle dont s'est accompagnée l'inflation ? En voulant relever le franc jusqu'au pair ancien, c'est une nouvelle période d'instabilité monétaire que l'on ouvre de propos délibéré et pour de longues années, alors que l'on a surtout besoin de stabilité. On va compromettre aussi la situation des finances publiques, qui sont loin d'être prospères.

De prime abord, les remboursements de l'Etat vont accroître les dépenses; pour amortir les avances de la Banque qui ne comportent qu'un intérêt minime, il va falloir emprunter à un taux bien plus élevé. On sait que la Banque ne conserve que 0,50 0/0 sur les premiers 21 milliards, et que 2 0/0 vont au compte

d'amortissement. S'il faut emprunter sur le marché, on ne peut le faire qu'à 4 1/2 0/0 au moins pour la dette à court terme, et sans amortissement. On s'expose donc à un surcroît de dépense de plusieurs centaines de millions par an.

En ce qui concerne la dette, la dette extérieure suit les variations du change, ce qui veut dire simplement que son poids ne s'accroîtrait pas si le franc revenait au pair. Mais il paraît abusif de vouloir tirer de ce fait une conclusion quelconque quant à une possibilité plus grande de paiement. Celui-ci ne peut s'effectuer qu'au moyen d'un excédent de la balance des comptes. La valeur de cet excédent mesuré en monnaie étrangère subira la même variation que le change. Il n'y aurait donc de facilité plus grande de payer que si cet excédent pouvait être prélevé par l'Etat, sous forme d'impôt ou d'emprunt, plus facilement quand le franc serait au pair que lorsqu'il en est éloigné. Rien n'autorise une pareille supposition.

La dette intérieure, elle, reste invariable. Elle est insensible aux fluctuations monétaires. Or pendant la guerre, l'Etat a été un très gros emprunteur. C'est par centaines de milliards que se chiffrent ses emprunts pour les dépenses de guerre et les réparations. Si la hausse des prix a diminué le poids des dettes anciennes, elle a augmenté celui des dettes nouvelles, puisque l'Etat pour acheter une même quantité de marchandises a dû se procurer des ressources plus considérables. Une très grande proportion des souscriptions a été faite en monnaie dépréciée. En cas de retour au pair ancien, il devra payer les arrérages non plus en francs papier, mais en

francs or, de pleine valeur. Il ne faut pas oublier qu'une notable partie de la dette intérieure est constituée par les sommes consacrées à la reconstitution des régions dévastées. Des accords intervenus, il résulte que ce qui a été dépensé jusqu'ici à ce titre, restera définitivement à notre charge, et que si l'Allemagne s'acquitte du reste, ce ne pourra être que dans un délai éloigné, et en valeurs évaluées en marks or. Il faut évidemment souhaiter que la reconstitution des régions libérées s'achève avec rapidité. Mais elle s'opère au cours d'une période pendant laquelle le franc est déprécié. Si l'on admet qu'elle sera terminée d'ici huit ou dix ans, l'Etat aurait emprunté des francs dépréciés pour faire face aux dépenses nécessaires et recevrait, lorsque le franc serait revenu au pair, des francs or, alors qu'il aurait toujours la charge d'emprunts contractés pour une somme au moins double.

C'est de cette situation, qui préoccupe tout homme soucieux de l'avenir des finances de son pays, que s'inquiétait le rapporteur général, pour la Chambre des Députés, du budget des dépenses recouvrables de l'exercice 1922, sans en tirer d'ailleurs aucune conclusion quant à la politique monétaire à suivre : « L'accord du 5 mai 1921, écrivait-il, fixe le montant total de la dette de l'Allemagne à 132 milliards de marks or. La part de la France, en vertu de l'accord de Spa s'élève à 52 0/0 soit 68.640 millions de marks or. Le gouvernement français devant payer ses nationaux en francs français, que représentent ces 68 milliards de marks or exprimés dans notre monnaie? Leur valeur dépendra du cours du change aux diverses époques auxquelles s'effectueront les paiements de l'Allemagne. Elle est impossible à fixer

à l'avance. Au cours du change à la date de la signature de l'état des paiements, 68 milliards de marks or équivalaient à 197 milliards de francs papier. Si, comme il est vraisemblable, le cours du franc s'améliore au fur et à mesure du relèvement économique de la France, la contre-valeur en francs papier de ces 68 milliards ira en diminuant. Si le franc ne fait plus que 50 0/0 de perte, elle ne représentera plus que 127 milliards; au pair de l'or, elle représenterait seulement 85 milliards de francs. Mais, dira-t-on, si le change vient à s'améliorer, les charges que le budget français aura à supporter seront dans une large mesure diminuées. Ce ne sera sensible que pour la reconstitution des régions libérées, où la hausse du franc peut entraîner une certaine réduction des coefficients. Mais il ne faut pas oublier que les évaluations des commissions cantonales sont définitives, et que les sinistrés, sous réserve de la justification du emploi, ont le droit d'utiliser la totalité des indemnités qui leur sont allouées. Ce ne sera pas exact pour les pensions; les tarifs en ont été arrêtés à des taux déterminés. Ces taux sont très modiques, et ne pourraient en aucun cas être diminués. L'état des paiements, comme le traité de Versailles, soulève donc un des problèmes de change les plus angoissants qui se puisse concevoir. Le relèvement du franc ne provoquera qu'une réduction très faible de nos charges, et entraînera par contre une diminution considérable de la contre-valeur des prestations allemandes ».

Les partisans de la stabilisation voient dans cette situation un argument très fort en faveur de leur thèse. Pour conserver aux versements de l'Allemagne une

valeur comparable à celle des emprunts contractés par la France, il ne faut pas essayer de relever le franc.

Le retour au pair, qui se ferait au détriment de l'Etat, bénéficierait largement aux porteurs de titres de rente, et en général de toutes valeurs à revenu fixe. Ceux qui les ont acquises avant la guerre subissent un dommage du fait de la dépréciation monétaire, dont l'atténuation ne ferait que rétablir leur situation, s'ils ont pu conserver leurs titres. Mais ceux qui ont acheté ou souscrit des rentes quand le franc était avili, ceux-là n'ont éprouvé aucun préjudice. Ils verraient doubler leur capital et leur revenu. Une politique de déflation, dit-on, réparerait bien certaines injustices que l'inflation a entraînées, mais elle causerait des injustices nouvelles qui dépasseraient de beaucoup les premières.

Il est peut être possible d'essayer de chiffrer quant à présent, la part de la dette publique qui a été contractée en francs à pleine valeur, et celle qui l'a été ou le sera en francs dépréciés. Ne peut-on considérer par exemple que les emprunts intérieurs contractés après le 1^{er} janvier 1918 rentrent dans la seconde partie? Il paraît difficile de tenir compte de chaque emprunt en particulier, d'évaluer la valeur or du franc pour le paiement des intérêts et éventuellement pour le remboursement du capital, au moment même où l'emprunt a été ou sera émis, d'autant plus que l'émission des titres à court terme s'est poursuivie sans arrêt. La date du 1^{er} janvier 1918 paraît devoir être choisie parce que c'est vers elle que la hausse des prix dépasse 200 0/0. Il ne faut pas en effet tenir compte à cet égard du cours des changes, qui ne représentait pas à ce moment une situation réelle.

Dans ces conditions, on peut dresser le tableau suivant (en milliards de francs) :

Dettes d'avant-guerre consolidées et flottantes.	Emprunts intérieurs du 1 ^{er} août 1914 au 31 décembre 1917.	Emprunts intérieurs du 1 ^{er} janvier 1918 au 31 décembre 1922.	Emprunts encore à prévoir pour faire face aux réparations. (Evaluation)
33,5	56	118	90
89,5		208	

En somme la France aurait une dette en francs dépréciés plus que double de celle contractée en bonne monnaie. En supposant que l'on ne revienne pas au pair, moins de la moitié du capital détenu par les rentiers de l'Etat subirait une atteinte. Encore faut-il ajouter que beaucoup de titres des emprunts émis avant 1918 ont, depuis lors, changé de mains. Les nouveaux acquéreurs ne les ont payés qu'en monnaie dépréciée. Par conséquent le chiffre du capital qui aurait à supporter une amputation serait encore plus réduit que celui qui vient d'être indiqué.

Les adversaires de la déflation remarquent encore que l'on s'exagère le plus souvent l'importance du soulagement que les conversions pourront donner au budget. En 1923, les charges prévues pour le service de la dette représentent la moitié des dépenses, et la proportion augmentera encore du fait des nouveaux emprunts nécessaires pour les réparations. Il paraît vain de s'attendre à une baisse importante et prochaine du taux de l'intérêt, tant que l'Etat, et il ne peut guère faire autrement en raison de la carence de l'Allemagne,

continuera à emprunter une vingtaine de milliards par an. D'ailleurs, si l'on considère la dette consolidée, on remarque que l'emprunt 6 0/0 1920, qui se tient actuellement le plus près du pair, est inconvertible avant 1930. Les rentes 5 0/0 1915-1916 ne peuvent être converties avant 1931; de plus elles sont beaucoup plus loin du pair. Les deux emprunts 4 0/0 1917 et 1918 sont garantis contre toute conversion jusqu'en 1943 et 1944. Le cours des titres rend d'ailleurs toute opération de ce genre très problématique. Quant à l'emprunt 5 0/0 amortissable, il n'est pas convertible du tout. Donc, pour l'ensemble de la dette consolidée, qui atteint un capital nominal d'environ 118 milliards, et dont le service exige annuellement 5 milliards et demi, on ne peut espérer aucune diminution de dépense jusqu'en 1930. A cette date, en admettant que le taux d'intérêt tombe à 4 0/0, ce qui est possible, l'économie annuelle dépasserait 550 millions pour la rente 6 0/0. L'année suivante le service des rentes 5 0/0 diminuerait de 200 millions. Ce sont des économies certainement très appréciables, mais à échéance relativement lointaine.

La situation se présente différemment pour la dette flottante qui s'élève à près de 80 milliards. Là, l'Etat n'a pris aucun engagement limitant son droit de conversion, mais il est bien évident qu'il ne peut espérer réduire le taux d'intérêt qu'il sert que si la tendance du marché est véritablement orientée vers la baisse du loyer de l'argent. Dans le courant de 1922, l'intérêt des bons de la Défense Nationale et des bons du Trésor a pu être diminué de 1/2 0/0. Cependant, malgré l'opinion de ceux qui prétendent que l'Etat est le maître du marché

des capitaux à court terme, et qu'il peut par conséquent imposer un taux d'intérêt réduit, il faut agir dans ce domaine avec la plus grande prudence sous peine de s'exposer à des demandes de remboursement nombreuses et de créer de très graves embarras à la trésorerie. La prudence s'impose d'autant plus que les valeurs à court terme du Trésor sont utilisées pour des placements à long terme. En admettant que l'on arrive à réduire d'ici quelques années de 1 0/0 le taux d'intérêt de la dette flottante, l'économie qui en résulterait ne dépasserait pas un milliard.

Il ne faut donc pas se faire d'illusions sur la possibilité de très larges diminutions de dépenses sur le chapitre de la dette publique. Certes des économies importantes sont possibles, mais non à bref délai. D'ailleurs, toutes les conversions n'empêcheront pas qu'une part notable des emprunts ait été contractée en monnaie dépréciée, et qu'en cas de retour au pair le capital réel de la dette ne se trouve doublé. C'est un point de vue que l'on ne peut négliger, car il faudra penser un jour à l'amortissement du capital. Les versements futurs de l'Allemagne paraissent tout désignés pour cet objet, mais on revient alors à la question des marks or et des francs papiers, dont on a vu plus haut toute la complexité.

En ce qui concerne les dépenses de personnel, on ne peut s'empêcher de craindre que l'Etat n'éprouve de grosses difficultés à réduire les traitements de ses fonctionnaires et ouvriers. Les diminutions qu'il pourra imposer ne seront certainement pas proportionnelles à la baisse des prix. Les dépenses de matériel resteront

probablement seules à suivre vraiment le mouvement de baisse. Or elles n'occupent qu'une place relativement restreinte dans le budget.

Si l'on se tourne maintenant du côté des recettes, il faut remarquer qu'on peut les diviser en deux groupes suivant que leurs tarifs sont *ad valorem* ou spécifiques. Le produit des premières est destiné à baisser quand les prix baisseront. Il n'en sera pas de même en théorie pour les secondes, mais il est nécessaire de rappeler que les tarifs ont été augmentés dans presque tous les cas pour suivre la hausse des prix, et qu'il sera sans doute très malaisé de les maintenir lors de la baisse de ceux-ci. En somme, concluent les partisans de la stabilisation, les recettes dans leur ensemble vont fléchir, alors que seule une partie des dépenses sera réduite. Le déséquilibre entre les unes et les autres s'accroîtra de plus en plus. Vouloir revenir au pair, c'est donc vouloir la ruine des finances publiques. Il ne faut pas compromettre par une mauvaise politique monétaire les résultats qui peuvent être obtenus par l'effort de restauration financière.

Mais il ne suffit pas de considérer l'Etat d'une façon abstraite. Les finances ne peuvent être florissantes que si le pays est prospère. Or la déflation va plonger celui-ci dans un trouble profond et prolongé. Il sentira, tout d'abord, beaucoup plus durement le poids des impôts. Si le revenu national est nominalement réduit par l'appréciation de la monnaie, et si le montant des dépenses publiques ne diminue pas dans la même proportion, ce qui ne paraît pas douteux, le poids des impôts nécessaires pour équilibrer le budget pèsera d'une façon insup-

portable sur les contribuables; des impôts trop lourds sont une entrave au développement économique. Mais il y a plus : pendant toute la période de déflation, le commerce et l'industrie se trouveront dans une situation très défavorable. La baisse des prix entraînera la réduction de valeur des stocks et des immobilisations. Elle incitera la consommation à se réduire pour bénéficier de conditions plus avantageuses. Elle rendra périlleuse toute opération à long terme. Elle aura inévitablement pour conséquence le marasme dans les affaires.

On peut craindre aussi que la baisse des changes étrangers précède la baisse des prix. Dans ce cas, les prix intérieurs trop élevés rendront difficiles les exportations, alors qu'au contraire les marchandises étrangères deviendront moins coûteuses pour les acheteurs français, au détriment de la production nationale. La prime à l'exportation, que l'on a vue souvent se produire dans les périodes de dépréciation monétaire, ne pourrait-elle se transformer en une prime à l'importation ?

D'autre part, on conçoit mal quelle sera la situation des débiteurs de francs. Une société ayant émis des obligations en 1919 ou en 1920 ou dans les années suivantes, verra lorsque la monnaie sera revenue au pair le poids de sa dette doublé alors que ses recettes auront nominalement diminué. Le chiffre des émissions de titres à revenu fixe a atteint 6 milliards en 1919, 8 milliards en 1920, 10 milliards en 1921. Les compagnies de chemins de fer, en particulier, ont emprunté 1.390 millions en 1919, 1.210 millions en 1920, 3.200 millions en 1921. Sociétés ou particuliers ne peuvent en effet, malgré la menace d'avoir à rembourser en francs or les

francs papier reçus, s'interdire pendant de longues années de faire appel au crédit.

Enfin, il y a peut-être lieu de craindre de très graves difficultés sociales. La crise économique résultant de l'appréciation du franc entraînera du chômage. De plus la baisse des prix devra être accompagnée d'une baisse de salaires. Il faut redouter que celle-ci soit difficilement acceptée et devienne la cause de grèves et de désordres, car la classe ouvrière s'efforcera autant qu'elle le pourra de profiter de la baisse des prix sans laisser réduire le montant de sa rémunération. Même si la baisse des salaires est justifiée, elle sera un trop beau prétexte pour agiter les masses. La difficulté de réduire les prix de revient, dont la main-d'œuvre forme le plus souvent une large part, rendra la production très difficile.

D'ailleurs, dit-on, c'est une erreur que de vouloir améliorer la situation du pays en pratiquant une politique de déflation. Il ne faut pas oublier que la circulation fiduciaire n'est qu'un symptôme. Elle n'est pas synonyme de richesse, ni de pauvreté. La France n'est pas plus pauvre parce que 36 milliards de billets de banque y ont été émis. Ce n'est pas parce qu'on aura augmenté la valeur du signe monétaire en le raréfiant qu'on aura modifié en quoi que ce soit la richesse nationale. Ce qui nuit à la production, ce sont les variations de valeur de la monnaie.

Au fond, l'objet des aspirations générales est la stabilité; stabiliser sur la base de la dépréciation moyenne actuelle pourrait léser certains intérêts, mais les avantages que l'on en retirerait compenseraient, et bien au delà, des inconvénients inévitables. Il faut donc con-

sacrer officiellement la dépréciation du franc : il faut en arriver à la dévalorisation.

Telles sont les deux solutions que l'on propose au problème monétaire. Déflation et dévalorisation ont chacune leurs partisans convaincus. Quelle ligne de conduite convient-il d'adopter?

CHAPITRE III

Les influences internationales

Des campagnes très actives ont été menées en faveur des idées de stabilisation. Certains économistes, servis par une publicité internationale, ont exposé quels avantages pourrait, d'après eux, trouver le monde épuisé par la guerre à obtenir enfin une véritable paix monétaire. C'est en consacrant la dépréciation actuelle des diverses monnaies, qu'ils voudraient rétablir les systèmes monétaires sur une base saine, l'or, qui reprendrait sa place d'étalon international. Ils condamnent tous les efforts faits en vue de relever la valeur du billet de banque, efforts qui ne peuvent que retarder toute solution.

L'influence des idées de stabilisation s'est exercée dans la plupart des grandes conférences où ont été étudiées depuis la guerre les questions financières internationales.

On les voit apparaître dans les travaux préparatoires de la conférence de Bruxelles de 1920. Sur la demande du Secrétariat de la Société des Nations, un certain nombre de professeurs d'économie politique de France, d'Angleterre, d'Italie, de Hollande, de Suède, exposèrent leurs vues sur les problèmes monétaires du monde. Si MM. Gide, Pigou et Bruins recommandaient une très

grande prudence en matière de déflation, M. Cassel envisageait presque comme impraticable tout effort de retour vers le pair ancien. « Les possibilités pratiques de réalisation d'un programme de déflation, écrivait-il dans son premier mémorandum, sont très restreintes, et une réalisation radicale de ce programme sera en réalité très peu opportune. Une période prolongée de baisse des prix, et en conséquence une dépression générale économique, ne sera jamais acceptée comme un plan raisonnable de politique économique avisée ».

Dans ses résolutions, la Conférence de Bruxelles tint compte des difficultés du problème, sans partager les idées de l'économiste suédois : « Sans entrer dans la question de savoir si l'or est ou n'est pas l'étalon commun idéal de valeur, nous estimons très important que l'on adopte un étalon déterminé comme l'or, comme étalon nominal du monde civilisé. Il est extrêmement désirable que les pays qui se sont écartés du régime de l'étalon or effectif y reviennent. Il est impossible de dire quand et comment toutes les vieilles nations pourront reconstituer leur régime monétaire d'avant-guerre, ou combien de temps il faudra aux pays nouveaux pour instituer l'étalon or effectif, mais selon nous, il est vain d'essayer d'instituer un rapport entre les circulations fiduciaires actuelles et leur valeur nominale en or, car, à moins que les conditions dans les pays envisagés soient suffisamment favorables pour rendre cette fixation superflue, ce rapport ne pourra être maintenu. Le retour à l'étalon or ou son institution exigeraient dans bien des cas une déflation énorme et il est certain que la déflation, au cas où elle serait effectuée, devrait être entreprise

progressivement et avec la plus grande prudence. Autrement, une perturbation dans le commerce et le crédit s'ensuivrait, qui pourrait avoir des résultats désastreux ».

En somme, la Conférence de Bruxelles était opposée à des mesures prématurées, à une hâte excessive. A juste raison elle ne proposait aucun plan de vaste envergure, susceptible d'améliorer en théorie la situation monétaire du monde.

C'est là en effet le programme ambitieux que ne craignent pas d'envisager certains esprits. Ils n'entrevoient le retour à des conditions monétaires meilleures que par l'application d'un plan d'ensemble. Mais ils se heurtent alors à deux sortes d'obstacles : les difficultés mêmes d'une œuvre aussi vaste; la résistance des divers Etats dont les gouvernements, placés au contact des réalités, ne partagent pas leur opinion.

Lors du congrès de la Chambre de Commerce internationale tenu à Londres du 27 juin au 1^{er} juillet 1921, l'étude de la question monétaire occupa une place de premier plan. On y vit le professeur Cassel demander que la diminution progressive de la circulation des billets ne fut pas envisagée, mais seulement la stabilisation, de façon à éviter les trop brusques fluctuations des prix. La politique de déflation, consistant à ramener les différentes devises aux anciennes parités de l'or, risquait d'après lui d'écraser les budgets nationaux sous le poids des dettes d'emprunts, de paralyser le relèvement de l'industrie en restreignant les moyens d'achat de la consommation.

Sir Felix Schuster, président de l'Association des ban-

quiers anglais, défendit au contraire le programme de déflation progressive. La délégation américaine se rallia à ses vues. Le délégué français exposa que la France voulait avant tout restaurer son change, et que la déflation graduelle en était l'un des plus puissants moyens. « Le Gouvernement, dit-il, et la Banque de France ont pris nettement position sur ce point : confiance la plus absolue dans le billet, et valorisation progressive du franc à l'extérieur, telles sont les lignes essentielles du plan monétaire d'un peuple victorieux qui entend mettre son crédit au-dessus de toute discussion ».

La proposition de stabilisation fut alors écartée et l'assemblée vota une résolution déclarant que l'inflation devait être enrayée et progressivement diminuée.

Le professeur Cassel examina à nouveau la question de la stabilisation dans son deuxième mémorandum à la Société des Nations, en octobre 1921. L'idée maîtresse qui l'a inspiré est toujours la crainte des conséquences de la baisse des prix. « Pendant la période qui s'est écoulée de mai 1920 à mai 1921, une baisse des prix a eu lieu, peut être plus accentuée que n'importe quelle autre dans l'histoire économique du monde. Cette baisse continue, et bien qu'il semble qu'elle se soit ralentie pendant ces quelques derniers mois, l'arrêt définitif de ce mouvement n'est pas encore en vue.

Ce mouvement des prix vers la baisse n'a pas été, comme on l'assure quelquefois, la simple résultante de forces qui échappent à notre contrôle. C'est essentiellement le résultat d'une politique établie délibérément dans le but de faire baisser les prix et de donner une valeur supérieure à l'unité monétaire. Cette politique de

déflation a ses racines dans l'idée populaire que le niveau des prix d'avant-guerre doit toujours être considéré comme normal, et que des conditions économiques stables peuvent être obtenues seulement en ramenant les prix à leur ancien niveau. Dans la plupart des pays, en dépit de l'énorme chute des prix qui a déjà eu lieu, nous nous trouvons loin d'obtenir ce résultat; et il y a là en conséquence un large champ pour continuer dans le même ordre d'idée une politique de déflation.

Une baisse des prix prolongée doit nécessairement avoir un effet extrêmement troublant sur la production et le commerce, et c'est cette conséquence de la politique de déflation qui s'est manifestée le plus nettement pendant ces douze derniers mois. Il y a un an, la capacité productive mondiale trouvait des débouchés suffisants, et le travail, dans l'ensemble, trouvait suffisamment à s'exercer; sur ce point, les conditions actuelles sont, comme chacun le sait, très différentes. Le travail mondial se trouve bloqué, comme jamais nous ne l'avons constaté auparavant, et le chômage a atteint des chiffres alarmants, particulièrement dans les pays où la politique de déflation a été appliquée le plus strictement ».

Ce n'est pas ici le lieu de discuter la question de savoir si la crise de 1920 a été causée véritablement par la politique de déflation. Cette théorie a été contestée, et à juste raison semble-t-il. Mais pour prendre un exemple, il paraît inexact de dire comme le fait le professeur Cassel que par ses efforts déflationnistes la France a réussi à abaisser de mai 1920 à mai 1921 le niveau général des prix et à élever ainsi la valeur intérieure de sa monnaie. Il suffit pour s'en rendre compte de rap-

procher le chiffre de la circulation fiduciaire à ces deux dates. En mai 1920, les billets de la Banque de France en circulation atteignent le chiffre de 37.900 millions. Un an après la circulation est de 38.200 millions. On ne voit pas là l'indice de la moindre déflation. Cependant le niveau des prix de gros est passé de 551 en mai 1920 à 330 en mai 1921. La déflation n'est donc pour rien jusqu'à ce moment dans la baisse des prix. Il n'en reste pas moins vrai que la réduction de la circulation aura pour résultat de faire baisser les prix, mais c'est là chose tout à fait indépendante de la crise de 1920. Quoi qu'il en soit, l'économiste suédois ne trouve pas de termes assez sévères pour qualifier la politique qui tend à donner une valeur plus élevée à l'unité monétaire. Il va jusqu'à dire qu'une longue période de déflation est bien faite pour arrêter la production et l'idée même du progrès économique. De plus il faut craindre un effondrement des finances publiques. Le seul remède est donc la stabilisation.

Quelques mois après, à la veille de l'ouverture de la Conférence de Gênes, qui devait étudier, entre autres sujets, les conditions économiques et financières capables d'améliorer la situation du monde, parut un plan de M. Keynes pour la stabilisation des changes. Dans un bref exposé des motifs, il déclarait que le monde des affaires avait essentiellement besoin de stabilité. Il existait un moyen de l'assurer; c'était de revenir le plus tôt possible à l'étalon or. Ce retour ranimerait le commerce, la production, le crédit international, le mouvement des capitaux là où on en avait le plus besoin.

M. Keynes proposait en conséquence de soumettre à

la Conférence de Gênes les trois résolutions suivantes :

1) Les pays où la dépréciation dépasse 20 0/0 de la valeur 1914 feront bien de ne pas essayer de ramener leur devise à la parité d'avant-guerre.

2) Il est souhaitable de faire en sorte que les monnaies de tous les pays puissent au plus tôt s'échanger contre de l'or à un taux fixe. Le taux devra être choisi en tenant compte du niveau qu'il paraît possible de maintenir dans un avenir prochain.

3) L'Europe ayant besoin de garder tout son or en réserve pour parer aux fluctuations du change, les banques ne devront pas frapper de monnaie d'or, ni la laisser circuler. L'or ne servira qu'à l'exportation et au règlement des dettes internationales.

Cette stabilisation paraissait à son tour auteur immédiatement réalisable pour un certain nombre de pays. Les nouvelles valeurs or seraient fixées en estimant avec prudence et plutôt bas la situation financière de chaque pays. Mieux vaudrait les fixer une fois pour toutes. Afin de ne faire de peine à personne et de ménager la susceptibilité de l'opinion publique, M. Keynes consentait à réserver l'avenir. La valeur de la monnaie pourrait être élevée peu à peu, mais les banques s'engageraient à ne pas relever le taux d'échange de plus de 6 0/0 par an. Moyennant quelques précautions pendant la période de mise en application, il estimait que son plan pouvait donner satisfaction.

Au fond, il s'agissait surtout de rétablir entre un certain nombre de pays la libre circulation de l'or. « Les Banques d'Etat de l'Europe devraient se rendre compte que leurs réserves d'or, loin de leur servir de décor,

sont destinées aux époques de détresse. Les directeurs de ces banques sont des banquiers et non pas des maharajahs ».

M. Keynes se demandait si la stabilisation était réalisable, vu l'état de choses actuel, si de pareilles mesures n'étaient pas prématurées ? Les problèmes des réparations et des dettes interalliées n'ont pas encore reçu de solution; la Russie est éliminée; peu de budgets sont en équilibre. Cependant il estimait qu'il fallait procéder avec un peu plus de courage : « Un change stabilisé faciliterait le problème des finances nationales, l'essai de le maintenir concentrerait les efforts des ministres des Finances sur un but positif et réalisable, aperçu et compris du Parlement comme des électeurs ».

Un pareil optimisme est-il justifié ? On peut craindre que non.

Un certain nombre d'experts financiers à Gênes partageaient les conceptions de M. Keynes. Un projet de résolution avait même été rédigé, qui concluait à la dévalorisation de toutes les monnaies dépréciées, mais il fut rejeté sur les observations des représentants de la France, de l'Italie et de la Belgique.

La résolution VIII de la Commission financière de la Conférence, laisse chaque pays libre de déterminer sa propre politique : « Il faudra déterminer et fixer la valeur or de l'unité monétaire. Cette mesure ne pourra être prise dans chaque pays que lorsque les circonstances économiques le permettront. Chaque pays devra en effet trancher alors la question de savoir s'il adopte l'ancienne parité or ou une nouvelle parité voisine de la valeur du change à ce moment de son unité monétaire ».

Le comité des experts, chargé de la préparation du rapport, présenta les observations générales suivantes qui indiquent bien l'esprit dans lequel ce document fut rédigé : « La question de la dévaluation peut être résolue par chaque nation selon ses vues sur cette question spéciale. Cependant nous croyons important d'attirer l'attention sur les points suivants : la croyance prédominante est qu'un retour à la parité d'avant-guerre est nécessaire ou désirable. Il y a sans doute des avantages obtenus par un tel retour, mais nous désirons signaler que là où le taux de la circulation est tombé très bas, ce retour entraînerait une dislocation sociale et économique pour le réajustement des salaires et des prix et une augmentation du fardeau de la dette intérieure. Considérant les très larges dettes qui ont été contractées depuis l'armistice par beaucoup des pays considérés, nous sommes inclinés à croire qu'un retour à l'ancienne parité de l'or entraînerait un effort trop grand pour la production. Nous répétons que la décision doit être laissée à chaque pays, mais nous osons suggérer qu'un service considérable serait rendu à la fois à sa propre économie intérieure et à la cause de la reconstitution européenne si un pays après avoir atteint à une stabilité relative de sa monnaie, à un point éloigné de l'ancienne parité, décide hardiment de donner l'exemple, d'établir une stabilité immédiate, en fixant une nouvelle parité à l'or, à un chiffre aussi rapproché que possible de cette stabilité relative ».

Le professeur Cassel déclara qu'en approuvant les résolutions du comité des experts, la conférence avait

fait un grand pas en avant. « Mais, ajoutait-il (1) avec une sorte de mélancolie, il faudra qu'un certain temps s'écoule avant que l'opinion publique soit capable d'approuver qu'on agisse conformément à cette nouvelle conception de la situation. Les résolutions particulières qu'ont prises les délégations française, italienne et belge, et dans lesquelles elles se déclarent solidaires d'une politique de déflation et d'un retour à l'ancien standard d'or, ont montré combien il est difficile de faire quitter aux milieux officiels le domaine des fictions dans lequel ils ont vécu jusqu'à présent et de les placer sur le terrain de la réalité ».

Cependant, malgré les regrets du professeur Cassel, on ne peut qu'approuver la France d'avoir réservé sa liberté d'action. La situation est encore trop incertaine, les intérêts en jeu sont trop considérables pour qu'il soit possible de s'engager à suivre dès à présent une telle politique monétaire.

(1) Manchester Guardian Commercial. La reconstruction de l'Europe, n° 3.

CHAPITRE IV

De l'impossibilité d'une solution immédiate

Les raisons qui pour la France s'opposent à une dévalorisation immédiate sont nombreuses. Les questions capitales des réparations et des dettes interalliées sont encore en suspens et il s'écoulera certainement une longue période de temps avant qu'elles aient reçu leur solution définitive. Suivant la manière dont elles seront réglées, suivant la solution plus ou moins prompte, plus ou moins favorable pour nous qu'elles recevront, notre situation pourra se trouver entièrement modifiée. Jusqu'à-là, celle-ci subira l'influence de tous les événements qui seront de nature à faire espérer une issue bonne ou mauvaise. Il faudra donc s'accommoder des conséquences de cette incertitude qui nous apportera de nombreuses difficultés.

Les stabilisations entreprises au cours du xix^e siècle, l'ont été dans des périodes très calmes, sans troubles politiques et économiques. De plus celles que l'on a pu réussir ne l'ont été qu'à la suite de longues années de préparation et après de nombreux échecs.

Pour qu'une stabilisation puisse être envisagée avec quelques chances de succès, il faut en effet trois conditions :

1) Que tout retour à l'inflation soit définitivement écarté.

2) Que la balance des comptes soit dans un équilibre stable.

3) Qu'il y ait une réserve importante de devises pour faire face à des demandes éventuelles de change.

La première condition exige que l'équilibre budgétaire soit réellement établi. Or tel n'est pas encore notre cas, malheureusement. Tant que l'État n'arrivera pas à couvrir toutes ses dépenses avec ses recettes normales, on peut craindre qu'un jour, poussé par la nécessité, il n'en vienne à user de nouveau du papier-monnaie, et par conséquent à détruire la stabilisation monétaire péniblement rétablie. Notre budget n'est équilibré en ce moment qu'au moyen du crédit, et il y a dans notre situation financière plusieurs menaces d'inflation.

La seconde condition n'est pas remplie non plus. Si notre balance du commerce paraît à peu près en équilibre, notre balance des capitaux ne l'est pas encore. Nous savons fort bien ce que nous devons à nos alliés, mais nous ignorons encore au juste ce que nous pourrions tirer de l'Allemagne.

Nous ne disposons pas à l'heure actuelle de réserves de moyens de paiement suffisantes pour faire face à un certain déficit de la balance des comptes. L'encaisse or est relativement faible et peut difficilement être aventurée. Il serait nécessaire de constituer de grosses provisions de change en France et à l'étranger, mais elles ne pourraient être utilisables avec fruit qu'une fois les autres conditions réalisées.

De plus, la situation dans laquelle nous nous trouvons,

avec des régions dévastées non encore reconstruites, avec une balance commerciale qui en raison de la crise économique ne correspond pas à la réalité, ne peut être admise comme définitive.

Enfin, pour tenter une stabilisation, il faudrait faire choix d'un taux de dépréciation. Les variations des changes sont encore bien trop importantes pour que l'on puisse prendre à ce sujet une décision satisfaisante.

Pour toutes ces raisons, le choix d'une nouvelle parité, en admettant même qu'on soit définitivement résolu à stabiliser dans l'avenir, ne se pose pas avec urgence. Il faut laisser venir des circonstances plus favorables.

D'ailleurs le temps modifie bien des choses. Qui peut dire quelle sera notre situation d'ici quelques années? Les inconvénients théoriques du retour au pair ancien sont certes très grands, mais il paraîtrait prématuré d'abandonner à l'avance tout espoir de revenir à la parité d'avant-guerre, s'il est possible de le faire sans causer de trop grands maux. La stabilisation doit être considérée comme un expédient auquel on se résoud quand il s'agit de consolider une dépréciation déjà ancienne. En cette matière plus qu'en tout autre, il convient de ne prendre une décision qu'après mûre réflexion. Il est sage par conséquent de voir le cours que suivront les événements. Une politique d'attente paraît la plus indiquée, une fois l'inflation elle-même arrêtée et les menaces d'inflation conjurées dans la mesure du possible. On ne saurait à ce sujet se dissimuler l'importance de l'action sur le problème monétaire en France de deux éléments : la dette flottante et la spéculation sur le change.

Si l'on va au fond des choses, on peut se demander si l'inflation est véritablement arrêtée dans notre pays. Les bons de la défense nationale ne sont-ils pas de l'inflation ? Cette opinion a été souvent soutenue. L'accroissement de la dette flottante aurait rendu vains tous les efforts faits depuis deux ans pour réduire la circulation fiduciaire. « La politique de déflation commencée en janvier 1921, à dit l'un de ceux qui partagent cette manière de voir (1), est plus apparente que réelle. A côté des billets de banque existent les bons de la défense nationale de 1 à 12 mois en coupures de 100, 500, 1.000 fr. — Or à partir de 1919 ces coupures ont pris peu à peu, aux yeux du public, dans les villes et les campagnes, le caractère de véritables billets de banque. Pour toutes les transactions portant sur des sommes supérieures à 100 francs dans les foires, marchés, magasins, chez les notaires, fournisseurs, etc., les bons de la défense nationale à très courte échéance sont offerts et acceptés en paiement au même titre que les billets de banque. Ils sont particulièrement recherchés par le public, puisqu'ils constituent un placement disponible presque aussi commode que les billets de banque et qu'ils portent intérêt. Ceci fait que l'arrêt et la diminution de l'émission des billets de banque sont plus apparents que réels. Sans doute le ministre des Finances Doumer a contesté que les bons de la défense nationale soient assimilables au papier-monnaie. Mais cette thèse paraît radicalement fausse. Toute la question n'est-elle pas de savoir si les bons comme les billets de banque

(1) Manchester Guardian. La reconstruction de l'Europe. I. Les variations du franc. M. Jèze.

émis pour les besoins de l'Etat sont ou ne sont pas des titres de dette de l'Etat et si le public se sert ou ne sert pas de ces bons comme instruments de paiement. Les faits rapportés, qui sont incontestables et incontestés, fournissent une réponse qui paraît irréfutable. S'il était besoin d'une preuve nouvelle, il suffirait de comparer la diminution des billets en circulation avec l'augmentation des bons de la défense nationale (en millions de francs) :

Fin décembre 1920 :

Billets en circulation	38.854
Bons Défense Nationale	52.352

Fin juin 1921 :

Billets en circulation	37.422
Bons Défense Nationale	59.380

et la progression des bons de la Défense Nationale n'a fait que s'accroître depuis le mois de juin 1921. A l'heure actuelle, le montant de ces bons varie entre 70 et 80 milliards. On peut donc affirmer que, en réalité, l'émission de papier-monnaie n'a pas cessé. Ce qui a changé, c'est le genre de papier-monnaie mis en circulation. Voilà en quoi consiste jusqu'ici la politique déflationniste ».

Cette théorie ne paraît pas correspondre entièrement à la réalité. Assurément, il n'est pas douteux qu'un certain nombre de bons de la Défense Nationale servent de moyens de paiement. Il suffit pour s'en rendre compte de parcourir par exemple les annonces des journaux. On y lit que diverses maisons acceptent en paiement les bons et même les titres de rentes. Ne faudrait-il donc

pas ajouter comme cause d'inflation une partie de la dette consolidée à la dette flottante? Cependant il ne paraît pas que les transactions réglées au moyen de bons aient pris une bien grande importance eu égard à la masse totale des échanges. Si les bons de la Défense Nationale qui ont été émis s'ajoutaient réellement comme moyens de paiement à la circulation des billets, il aurait dû se produire une hausse des prix bien plus forte que celle que nous subissons. Puisqu'il n'en est pas ainsi, c'est donc que les bons ne servent pas en très grande majorité à l'usage que l'on pense. Assurément une partie sert de monnaie, mais ce n'est là que le cas exceptionnel. Ils ne sont pas acceptés en paiement des impôts ni dans la plupart des échanges. Ils constituent un véritable placement que le porteur garde pendant un temps assez long. Au contraire les billets de banque ne sont pas avantageux à conserver, car celui qui les détient perd l'intérêt de son argent. Il n'y aurait vraiment avantage à se servir des bons qui si l'on pouvait décompter au moment de chaque transaction la fraction des intérêts déjà acquise. La gêne qui en résulte est une des entraves les plus certaines au développement des paiements de cette sorte. Quant à la quantité qui remplit réellement cet office, on peut la considérer comme compensée par les billets thésaurisés.

Ce qui est vrai, c'est qu'il est facile de transformer les bons en monnaie; ils peuvent être tout d'abord escomptés par la Banque de France quand ils sont à moins de trois mois de leur échéance. Il ne paraît pas que la Banque ait jamais eu à en escompter de grosses

quantités. Leurs porteurs peuvent aussi ne pas les renouveler, et en demander le remboursement. Que pourrait faire le Trésor dans ce cas? On ne voit guère que deux remèdes : emprunter des billets de banque à l'institut d'émission, d'où une inflation certaine; relever le taux d'intérêt jusqu'au point où les porteurs auraient avantage à renouveler leurs bons. Dans l'un et dans l'autre cas les conséquences seraient redoutables.

Il faut bien dire que pendant et peut-être plus encore après la guerre, les bons de la Défense Nationale ont été le véritable soutien du budget. L'extraordinaire fortune de cette forme de dette flottante est tout à fait remarquable et n'avait pas été prévue lors de sa création.

Les fluctuations du montant des bons sont données par le tableau suivant inséré dans le rapport général de la Commission des finances de la Chambre sur le budget de 1922, tableau qui comportait une réserve au sujet du nouveau recensement en cours au moment de la publication de ce document, et qui a montré que les chiffres qui y étaient contenus étaient trop élevés.

BONS EN CIRCULATION A LA FIN DES MOIS INDQUÉS (en millions de francs)			
Septembre 1914 . . .	453	Juin 1919	33.578
Décembre 1914 . . .	1 619	Décembre 1919 . . .	46.140
Décembre 1915 . . .	6.963	Juin 1920	52.703
Décembre 1916 . . .	12.574	Décembre 1920 . . .	52.352
Décembre 1917 . . .	19.521	Juin 1921	59.379
Décembre 1918 . . .	22.334	15 Novembre 1921 .	63.740

Il est indiqué dans le projet de budget de 1923 que la circulation des bons au 31 décembre 1921 était de

58.500 millions au lieu de 65.420 millions, chiffre donné tout d'abord.

Au 31 août 1922 on avait atteint 62.662 millions (1). L'importance considérable de cette dette à court terme suscite souvent des craintes, car on se demande ce que l'Etat ferait si le public en demandait le remboursement.

En décembre 1921, M. Ribot, après s'être posé cette question, répondait : « Le jour où on demanderait ce remboursement, c'est que l'on aurait perdu toute confiance, et que deviendrait ce jour-là le crédit de la Banque elle-même obligée de s'appuyer sur le crédit de l'Etat ? Quel intérêt auraient les gens qui réfléchissent à convertir les bons productifs d'intérêts en billets de banque dont ils n'auraient aucun emploi. Ces bons de la Défense Nationale représentent en grande partie des capitaux qui ne veulent pas ou ne peuvent pas s'employer actuellement, et les prêteurs aiment bien garder la disponibilité de leur argent; ils y tiennent beaucoup. C'est ce qui explique le succès des bons de la Défense Nationale. Le jour où ils viendraient réclamer le remboursement, nous serions tous bien malades, et la Banque également. Ce jour n'arrivera pas, j'en ai l'intime conviction ».

Il est pourtant nécessaire, pour éviter de pareilles difficultés, de se garder de certaines mesures prématurées. En réalité, les bons de la Défense Nationale ont pris

(1) D'après les déclarations du Ministre des Finances au moment du dépôt du projet de loi de douzièmes provisoires pour l'exercice 1923, la circulation des bons n'aurait subi au total pendant l'année 1922 qu'un léger accroissement, à l'encontre des années précédentes, qui avaient vu se produire d'importantes augmentations.

place sur le marché monétaire et sur le marché financier. Sur le premier, ils constituent un emploi momentané de fonds, et sont particulièrement appréciés par les banques en raison de la faiblesse persistante de la création du papier de commerce. L'abondance actuelle des disponibilités sur le marché monétaire tient en particulier au peu d'importance de la demande commerciale, et serait appelée à diminuer en cas de reprise très nette des affaires.

Mais le marché monétaire serait insuffisant pour absorber tous les bons de la Défense qui circulent. Malgré leur caractère de valeurs à court terme, ils donnent satisfaction aux goûts d'une véritable épargne. C'est de cette façon seulement que l'on arrive à expliquer la continuité du renouvellement des titres échus et l'excédent annuel des émissions sur les remboursements. La faveur du public pour ce genre de placement tient à plusieurs causes. Tout d'abord à l'attrait qu'ont toujours eu auprès de la petite épargne les valeurs de l'État. Le défaut de liberté du marché des rentes a longtemps détourné des emprunts consolidés les petits épargnants qui ont employé leurs économies à souscrire des bons. La différence entre les deux taux d'intérêt n'était pas telle que les titres aisément réalisables n'aient été préférés aux autres. L'habitude s'est prise de placer son argent en bons qui, en plus de la facilité de réalisation, comportent un autre très grand avantage : la certitude absolue de ne pas perdre une fraction de son capital nominal. C'est ce second motif qui a poussé également beaucoup d'épargnants à souscrire des bons au lieu d'employer leur argent à acheter d'autres va-

leurs. L'épargne en France s'emploie beaucoup en titres à revenu fixe. Or depuis la guerre et le relèvement du taux de l'intérêt qu'elle a entraîné, ces valeurs ont subi une baisse constante qui ne s'est arrêtée véritablement qu'en 1922 pour faire place à une légère reprise. Les titres à revenu variable ont subi eux aussi depuis mai 1920 une baisse profonde qui en a détourné beaucoup de capitalistes. C'est pourquoi les valeurs du Trésor, dont le remboursement était intégralement garanti à une courte échéance, ont été très recherchées. On a même remarqué que 60 0/0 des bons étaient à échéance d'une année, et que la proportion des bons à un an continuait à augmenter par rapport à la circulation totale, les personnes qui en font un placement les prenant à la plus longue échéance, pour bénéficier du taux d'intérêt plus élevé.

Il faut noter aussi l'influence de l'épargne paysanne, qui longtemps portée uniquement vers la thésaurisation, s'est peu à peu rendu compte de l'avantage qu'il y avait pour elle à remplacer ses billets par des bons. La persistance de la prospérité agricole a certainement favorisé la souscription des valeurs à court terme du trésor, dont le mécanisme d'émission et de remboursement qui s'opère sur place est particulièrement apprécié par une catégorie de personnes restée à peu près étrangère jusqu'ici au fonctionnement des bourses de valeurs.

Il paraît donc peu probable que des demandes de remboursement massives de bons se produisent (1). Cepen-

(1) Mais il pourra se produire dans les années à venir un excédent des demandes de remboursement sur les nouvelles souscriptions, que l'Etat devra compenser par des emprunts d'autre nature.

dant on ne peut s'empêcher de remarquer que l'attrait d'un taux d'intérêt assez élevé est une cause d'accroissement de l'épargne. On dit souvent, que dans l'état actuel des choses, les pouvoirs publics dominent le marché des capitaux. C'est très probablement vrai pour les capitaux qui s'emploient sur le marché monétaire. Ce l'est beaucoup moins sur le marché financier, où l'Etat n'est pas affranchi des réactions du marché libre de l'argent. En voulant faire violence à l'épargne, les pouvoirs publics ne réussiraient qu'à la détourner des valeurs du Trésor. C'est pour cela que l'abaissement du taux d'intérêt des bons, souvent réclamé comme une mesure d'économie, ne saurait être trop rapide. L'Etat ne peut que suivre les indications du marché financier. Il doit se régler sur l'abondance des capitaux disponibles, qu'il constate par l'afflux de l'épargne qui vient s'employer en valeurs à court terme.

Il faut tenir compte également du rôle très important que joue l'argent étranger dans les placements en bons du Trésor. Nous nous trouvons en effet devoir à l'étranger des sommes élevées qui sont placées en France en dépôts à vue ou à court terme. L'origine de cette dette de nature spéciale mérite d'être rappelée.

En 1919 et en 1920, notre balance commerciale a accusé un déficit qui a dépassé au total 40 milliards de francs. La balance de nos engagements extérieurs n'a pu être soldée que par des éléments d'actif. Devant l'insuffisance des ventes de valeurs étrangères, des dépenses de visiteurs étrangers en France, le crédit est intervenu. Mais des emprunts à long terme n'ayant pu être conclus, c'est sous la forme de crédits à court terme ou à vue

que nous avons pu trouver les moyens de payer nos achats à l'étranger. Des étrangers, confiants dans le relèvement du franc, ou estimant qu'une intervention internationale allait se produire pour continuer à soutenir le change de certains pays, ont acheté des francs contre des devises étrangères. Ces francs ont été employés à acquérir des valeurs diverses ou convertis en bons de la Défense Nationale.

Ils constituaient pour une grande part des crédits de spéculation. Leurs détenteurs ont joué l'amélioration de la valeur réciproque de notre monnaie et de la monnaie étrangère qu'ils ont mise à notre disposition. Cet arriéré pèse aujourd'hui lourdement sur notre change. Ces dépôts étrangers sont très impressionnables. Tout événement politique un peu important, toute modification de l'état d'esprit de l'opinion mondiale sur nos possibilités de restauration financière entraînent soit des retraits, soit de nouveaux prêts. « L'intérêt de notre change, a dit très justement M. Décamps, voudrait que cette masse de disponibilités flottantes, susceptibles de nous être réclamées à chaque instant, s'immobilise dans des valeurs de placement, rentes françaises ou autres, et se transforme en une dette consolidée pour un temps relativement appréciable. Pourquoi n'en est-il pas ainsi, ou du moins pourquoi n'en est-il pas ainsi dans une plus large mesure, car il est incontestable que l'étranger place de plus en plus chez nous? Pourquoi néanmoins conserve-t-il encore dans les banques de très gros soldes disponibles à vue ou à très court terme, ne recevant pour cela qu'un très faible intérêt, alors qu'il aurait la possibilité, en investissant ses fonds dans des valeurs de pla-

cement, d'obtenir un intérêt plus élevé? C'est à cause du manque de confiance ».

Il est certain que ce qui impressionne le plus les étrangers, c'est la situation des finances publiques. La large publicité qui est donnée aux discussions et aux travaux qui les concernent exerce une influence considérable. Mais c'est plutôt, semble-t-il, la crainte de voir notre monnaie s'avarier davantage, qui entraîne des retraits, que la déception de ne pas bénéficier d'une hausse du franc. Les étrangers qui en 1919 ont escompté le relèvement rapide de notre monnaie ont éprouvé de grosses pertes et, à l'heure actuelle, il est peu probable que personne n'espère une chose semblable pour un avenir prochain. La spéculation internationale doit s'intéresser beaucoup plus aux variations de valeur de la devise nationale autour d'un certain niveau moyen, tout en comptant peut-être sur une hausse lente du franc d'ici un certain nombre d'années.

On peut espérer que les fluctuations des changes deviendront peu à peu moins violentes. Dans ce cas, il y a lieu de penser que les spéculations sur le taux du change seront remplacées progressivement par des spéculations sur le taux de l'intérêt, qui jouaient un rôle considérable avant la guerre, et que les variations désordonnées de la valeur réciproque des diverses monnaies, sont venues rendre impossibles.

Si nous voulons développer la confiance que beaucoup déjà ont en nous, il faut donner tous nos soins à l'amélioration de notre situation générale. Au point de vue social, nous jouissons d'une tranquillité que bien des peuples nous envient. Au point de vue économique,

nos progrès sont rapides, après l'effort que nous avons fait pour reconstituer nos régions dévastées. Le point noir reste l'état de nos finances, et on ne saurait oublier que notre restauration monétaire est étroitement liée à notre restauration financière.

CHAPITRE V

Les éléments d'une solution

L'amélioration de notre situation monétaire dépend donc en très grande partie de la restauration de nos finances et des progrès de notre économie générale. Les facteurs purement monétaires paraissent n'avoir qu'une importance beaucoup moindre.

Les difficultés financières dont nous souffrons à l'heure actuelle sont, pour la plus grande part, la conséquence de la carence de l'Allemagne pour le payement de sa dette. Nous avons abandonné dans le Traité de paix tout recours quant aux dépenses de guerre. Le recouvrement de notre créance au titre des réparations, mises à la charge de l'Allemagne, ne nous a procuré jusqu'ici que des déboires. Quelles que puissent être nos espérances dans l'avenir, il importe cependant de voir la réalité en face.

La répartition des dépenses en deux budgets, budget général et budget des dépenses recouvrables, répond à la situation créée par le Traité de Versailles. L'un et l'autre ne peuvent être encore équilibrés qu'au moyen de l'emprunt.

C'est le déficit du budget général, du budget français comme on l'appelle souvent, qui frappe surtout les

esprits. Le chiffre des dépenses prévues pour 1923 s'élève à 23 milliards. Les recettes inscrites en contre-partie comportent 18 milliards de recettes normales, et 1.300 millions de ressources exceptionnelles, soit au total 19.300 millions et un déficit de 3.700 millions. A ce dernier chiffre il faut encore ajouter les crédits correspondant aux indemnités de vie chère et aux allocations pour les petits retraités non compris dans le projet de budget de 1923.

Dans l'ensemble, les dépenses restent considérables. Les efforts faits pour les réduire ont donné jusqu'à présent des résultats certainement appréciables, mais encore bien insuffisants. Il faut espérer que les nouvelles mesures prises récemment au sujet de la recherche des économies permettront d'arriver à des compressions plus fortes (1). D'ailleurs, depuis 1914, les dépenses ont subi immédiatement l'effet de la hausse des prix et des nécessités de la guerre et de l'après-guerre. Longtemps les budgets en supporteront les conséquences.

Les recettes ont progressé beaucoup moins rapidement. « La perturbation générale consécutive à la mobilisation, dit l'exposé des motifs du budget de 1923, l'occupation par l'ennemi de régions particulièrement prospères, le trouble jeté dans les affaires et dans la production, le moratorium accordé à la plupart des débiteurs, la diminution du revenu d'un grand nombre de personnes et notamment des propriétaires fonciers, les restrictions, les difficultés de communication, l'interruption partielle des échanges internationaux et aussi

(1) L'influence persévérante de l'opinion publique sera nécessaire pour appuyer l'action un peu hésitante du Parlement au sujet des économies.

l'affaiblissement et la modération de l'action du fisc entraînent en 1914 et 1915 un fléchissement dans les recouvrements ».

Cependant, en 1916, le Trésor encaisse des recettes légèrement supérieures à 1913. La même année, des relèvements de droits et taxes sont établis. « Dès lors, la reprise graduelle des transactions civiles et commerciales, puis la renaissance au lendemain de l'armistice, la récupération de nos départements envahis ou perdus autrefois, l'atténuation des entraves à l'activité économique, la reconstitution des facultés contributives, la restauration des organismes de perception, et aussi, il faut bien l'observer, l'affaiblissement de la valeur de l'argent, occasionnèrent une progression continue de rendement. Les recettes ne cessent dans l'ensemble de suivre une courbe ascendante qu'accompagnent et accentuent les dispositions fiscales nouvelles prises de 1917 à 1919 et surtout le programme de 1920. Les prévisions budgétaires des recettes normales et permanentes pour l'exercice 1922 représentent, avec l'apport de l'Alsace-Lorraine, plus de quatre fois les recouvrements de 1913 ».

Toutefois, si l'on tient compte de la dépréciation du franc par rapport à son pouvoir d'achat de 1913, qui est environ des 2/3 et de l'augmentation des tarifs, qui ont en moyenne plus que doublé, on remarque que l'on devrait arriver à un chiffre plus que sextuple de celui de 1913. On ne l'atteint pas, pour plusieurs causes. Tout d'abord la France s'est notablement appauvrie depuis 1913, et son revenu calculé en or a certainement diminué. Nous subissons encore le contre-coup d'une

très violente crise économique. De plus, les tarifs de nombreux impôts ont été beaucoup moins relevés qu'il ne paraît. Si l'on considère un impôt perçu *ad valorem*, lorsque la dépréciation monétaire se produit, la valeur sur laquelle la perception se fait augmente si c'est une valeur réelle, reste stable si c'est une valeur papier, toutes choses égales d'ailleurs. Dans le premier cas, l'Etat perçoit une somme nominale plus considérable, ce qui ne se produit pas dans le second. Si maintenant on élève le tarif, dans les deux cas l'Etat perçoit une somme plus élevée, mais dans le premier seul le prélèvement fiscal s'accroît en valeur réelle, à moins que dans le second cas le coefficient d'aggravation du tarif ne dépasse celui de la hausse des prix.

Si l'on passe à un impôt perçu d'après un tarif spécifique, on voit que si en cas de dépréciation monétaire des $\frac{2}{3}$ on se contente de doubler le tarif, l'Etat voit en réalité décroître la valeur réelle du prélèvement qu'il opère. Si on le triplait, on ne ferait que compenser exactement l'action de la dépréciation monétaire. Or bien peu de tarifs spécifiques ont été triplés depuis 1914.

Un autre élément, qui affecte certaines recettes, est la hausse sensible du taux de l'intérêt. La modification du taux de capitalisation est venue réduire la valeur de tous les biens dont la productivité ne s'est pas accrue dans la même proportion. Elle affecte le produit de tous les impôts perçus sur un capital.

En dehors du rehaussement des tarifs, le relèvement du produit des impôts peut provenir d'un accroissement de la matière imposable réelle et des progrès accomplis dans les conditions de l'assiette. La dépréciation moné-

taire augmente la valeur nominale de la matière imposable. Celle-ci peut augmenter également par suite du développement de la richesse générale, qui a joué un rôle de premier plan dans l'accroissement des ressources de tous les Etats au ^{xix}^e siècle et au début du ^{xx}^e. On en était venu à le considérer comme un fait normal. En sera-t-il de même dans l'avenir? Il faut l'espérer, car il serait d'un puissant secours pour la restauration financière et monétaire.

Quant aux progrès dans les conditions de l'assiette, on peut en attendre beaucoup, car le public et l'administration se familiariseront de plus en plus avec le fonctionnement des impôts nouveaux, et les anciens, nécessairement négligés pendant la guerre, seront mieux perçus maintenant que les circonstances sont redevenues normales.

L'espérance de plus-values fiscales importantes est l'un des éléments sur lequel est fondé le rétablissement de l'équilibre de notre budget général. Lors de la discussion de celui de 1923, le ministre des Finances a déclaré que les impôts actuels pourraient facilement donner trois à quatre milliards de plus. Il a énuméré tous les éléments qui lui paraissaient justifier cette manière de voir.

Un meilleur contrôle ferait rapporter à l'impôt global sur le revenu, d'ici quelques années, des sommes doubles de celles qu'il donne actuellement, sans augmentation de tarifs. La cédule des bénéfices agricoles produirait davantage au moyen d'un réajustement des évaluations cadastrales. Pour l'impôt sur le chiffre d'affaires, dont on attendait de grosses recettes, les évalua-

tions que l'on avait faites du rendement probable étaient trop élevées, erreur à laquelle on pouvait s'attendre puisque l'on manquait de précédent et qu'il fallait se hâter. De plus cet impôt a été établi juste au moment d'une violente crise économique. Comme il est en grande partie fonction des prix, il a donné moins qu'on ne l'espérait.

Il est très probable qu'une amélioration de l'assiette et du contrôle, l'habitude des nouveaux impôts, l'accroissement de la production, la reprise des opérations commerciales, la reconstitution des régions dévastées qui avant la guerre donnaient une large part des recettes totales, entraîneront des plus-values fiscales. Par contre on ignore à peu près quelles seront les répercussions de la politique monétaire actuellement suivie et quelle sera l'importance annuelle de la baisse des prix qui pourra en résulter. On peut penser que tout au moins pour les prochaines années à venir cette baisse sera peu accentuée. Il n'en reste pas moins que même si l'on fait état de 4 milliards de plus-values, et d'économies nouvelles compensant des accroissements inévitables de dépenses (1), le budget général serait tout juste en équilibre.

Un tel résultat paraîtrait certes très appréciable, mais il ne faut pas oublier qu'il y a aussi le budget des dépenses recouvrables, qui pour 1923 comporte 10 milliards de dépenses (2) et dont les recettes sont constituées uniquement par les emprunts contractés par le Gouver-

(1) En ce qui concerne la dette, en particulier.

(2) Il faut remarquer que ce chiffre n'est pas celui des dépenses réellement faites, puisque certaines d'entre elles figurent au budget en annuités et non en capital.

nement français. C'est une question singulièrement angoissante que celle de savoir comment il sera possible de faire face aux dépenses nécessitées par les régions dévastées et le payement des pensions des victimes de la guerre.

Au 31 décembre 1922, nous aurons dépensé tant pour les pensions que pour la reconstitution, 96 milliards de francs. Nous n'avons reçu jusqu'à présent qu'un peu plus de 1.600 millions de marks or, qui ont tout juste couvert les frais de l'armée d'occupation.

On a souvent dit que le déficit du budget général correspondait à l'intérêt des sommes avancées jusqu'ici pour le compte de l'Allemagne, et qu'il fallait le faire passer au budget des dépenses recouvrables. Cette manière de voir ne correspond pas à la réalité. « Il est certain que la plus grande partie des dépenses faites à ce jour pour les besoins de la reconstitution resteront à notre charge, et que le contribuable français devra de ses deniers en solder le montant. Nous avons donc le devoir d'inscrire dans notre budget l'intérêt des 80 milliards avancés à l'Allemagne. En nous plaçant dans l'hypothèse la plus optimiste, il faudrait toujours que la France, par ses propres moyens, arrive à combler le déficit de 4 milliards qui existe aujourd'hui dans son budget (1) ».

Par conséquent, en admettant même que l'accord de Londres du 5 mai 1921 joue pleinement, nous ne pourrions rien récupérer de ce que nous avons déjà dépensé. Quant à évaluer ce que nous recevrons dans l'avenir, on ne peut le faire dès maintenant. « Il est impossible d'éva-

(1) Exposé des motifs du budget de 1923.

luer actuellement notre créance sur l'Allemagne, a dit M. de Lasteyrie; cette valeur est en effet fonction du change, du taux de l'intérêt, et des sommes que l'Allemagne nous paiera. Ce que nous recevrons, voilà ce qui intéresse le contribuable français beaucoup plus que la valeur actuelle de notre créance ». Comme l'Allemagne ne fait preuve d'aucune bonne volonté pour nous payer, ce que nous obtiendrons dépendra de notre énergie, de notre persévérance, et pour beaucoup aussi des moyens mis en œuvre pour obtenir quelque chose.

La question des réparations n'est pas d'ailleurs la seule inconnue de notre situation financière. Le problème des dettes interalliées, lui aussi, n'a pas encore reçu de solution. Le budget n'en a pas ressenti jusqu'ici l'influence, puisque les intérêts n'ont pas encore été payés et qu'aucun amortissement n'a été effectué. Elles constituaient jusqu'à il y a quelques mois un domaine réservé au point de vue budgétaire. L'attention a été attirée plus que jamais sur elles par la décision du Parlement américain se refusant à toute annulation et par l'invitation faite aux débiteurs de commencer à s'acquitter.

Pour nous, tout payement paraît impossible, quelle que soit notre bonne volonté, tant que nous n'aurons pas recouvré une large part de notre créance sur l'Allemagne. L'idée d'opérer une compensation entre une partie de notre créance et nos dettes extérieures devait venir naturellement à l'esprit. Elle inspirait le plan qui devait être présenté par le Gouvernement français lors des négociations de Londres, en août 1922, et qui ne put l'être en raison de la note Balfour, repoussant tout projet de compensation totale. Ce plan, tel qu'il a été

publié dans la presse était le suivant (1) : « La dette allemande des réparations, payable à partir du 1^{er} août 1922, représente environ 120 milliards de marks or. De ces 120 milliards, il était fait deux tranches. Une première tranche de 50 milliards devait jouir d'une priorité absolue et produire un intérêt de 5 0/0 plus 2 0/0 d'amortissement à partir du 1^{er} août 1922; l'amortissement serait terminé en 25 ans environ. Sur cette première tranche, 70 0/0 au moins devaient être payés en espèces, 30 0/0 en nature. La deuxième tranche, évaluée à 70 milliards de marks or devait être annulée au fur et à mesure des paiements effectués par l'Allemagne sur la 1^{re} tranche, et des annulations de créances que les puissances alliées en dehors des Etats-Unis s'accorderaient réciproquement, créances s'élevant à 30 milliards de marks or environ. Il aurait été convenu que la seconde tranche de la dette allemande serait annulée jusqu'à concurrence de 30 milliards, à mesure que l'Allemagne amortirait pour un montant égal la première tranche de sa dette.

Après cette opération, les éléments du problème auraient été les suivants : l'Allemagne aurait eu à amortir les deux derniers cinquièmes de la première tranche soit 20 milliards de marks or; les Alliés auraient eu à régler leurs dettes envers les Etats-Unis, enfin il serait resté 40 milliards sur la seconde tranche de la dette allemande. Le projet français suggérerait d'annuler ces 40 milliards dans la proportion des paiements que l'Allemagne effectuerait pour amortir le solde de 20 milliards de la première tranche, et dans la mesure où les

(1) Le Temps, 26 août 1922.

Etats-Unis consentiraient à la réduction de leurs créances. En tout cas les Alliés ne prendraient pas l'initiative de fixer à l'Allemagne pour le solde de la seconde tranche, des conditions d'intérêt et d'amortissement. Ils se contenteraient d'adopter les conditions appliquées par les Etats-Unis eux-mêmes aux créances que ce solde compenserait.

La répartition entre les alliés devait se faire sur les bases suivantes : La Grande Bretagne touchait de toute façon 10 0/0 des paiements allemands. Les autres alliés se trouveraient recevoir approximativement des sommes correspondant aux dépenses qu'entraînent la restauration des régions dévastées, et d'une manière générale la réparation des dommages aux biens ».

L'adoption de ce plan, ou d'un autre du même genre aurait certainement un effet excellent sur nos finances (1), bien que reste en suspens la question des dettes envers les Etats-Unis. Peut-être serait-il nécessaire de faire une part plus large aux paiements en nature, moyen qui paraît le plus pratique et au fond le plus naturel d'obtenir rapidement des versements importants, si l'on excepte l'émission encore hypothétique d'emprunts extérieurs allemands. Mais la résistance à recevoir ces paiements en nature est peut-être aussi grande que celle à les effectuer.

Il n'en est pas moins vrai que même en supposant un programme semblable de versements rigoureusement exécuté, ce qui est bien optimiste, les dommages aux personnes resteraient à notre charge. Or le service des

(1) Si l'on suppose que des mesures efficaces aient été prises pour contraindre l'Allemagne à payer.

pensions constitue à l'heure actuelle une annuité de 3.790 millions qu'il faudrait incorporer au budget général et couvrir par des recettes normales. Ce serait un nouveau surcroît d'impôts à établir.

On voit donc que même en supposant réalisée une solution qui apparaît comme l'une des plus favorables pour la France, eu égard aux circonstances, nos difficultés financières resteraient considérables. On hésite à se demander ce qui se passerait si l'on n'arrivait pas à faire payer l'Allemagne. Cependant jamais un grand pays comme la France ne se laisserait aller à la faillite. Au cours des deux ou trois années qui vont venir, nous serons obligés de trouver annuellement pour les dépenses recouvrables une vingtaine de milliards qui devront être tirés de notre sol tant que n'aura pas abouti l'opération de l'emprunt international. En admettant que nous ayons à emprunter encore 60 milliards (1), il en résulterait à 6,50 0/0 une charge supplémentaire de 4 milliards, chiffre auquel il faudrait ajouter 4 autres milliards pour le service des pensions. Faire face à 8 milliards de dépenses nouvelles, en supposant que le budget actuel ait été équilibré, serait un problème extrêmement difficile. Il ne serait pourtant pas insoluble.

Il faut faire tout pour ne pas arriver à de telles extrémités, et c'est pourquoi nous devons agir avec la plus grande fermeté à l'égard de l'Allemagne.

En supposant même que les événements à venir nous soient favorables, il n'en apparaît pas moins que l'Etat aura besoin, pour rétablir l'équilibre du budget, de toutes les recettes qu'il pourra trouver, tout en prati-

(1) M. Loucheur, le 7 novembre 1922 donnait le chiffre de 55 milliards.

quant d'autre part une énergique compression des dépenses et les économies les plus sévères.

Notre politique monétaire doit donc tenir le plus grand compte des difficultés de l'Etat en cette matière. Mais il ne faut pas isoler les finances publiques. La situation générale du pays réagit directement sur elles. Un programme de déflation trop énergique serait inopportun. Il ne faut pas craindre toutefois comme on le fait souvent une baisse des prix lente et mesurée, qui d'ailleurs paraît être nécessaire et inévitable. Nécessaire parce qu'elle donne confiance à l'épargne qui a beaucoup souffert de la dépréciation monétaire et qu'il convient d'encourager pour reconstituer tous les capitaux détruits pendant la guerre. Inévitable parce qu'elle résulte des conditions mêmes dans lesquelles nous sommes placés au point de vue monétaire. On a constaté en effet qu'un pays avait besoin d'une quantité chaque année croissante de moyens de paiement. Deux méthodes permettaient de faire face à ce besoin : l'accumulation d'un stock d'or plus considérable servant à gager une quantité plus considérable de billets de banque, ou un usage toujours plus perfectionné des succédanés de la monnaie, souvent même les deux à la fois. Au xix^e siècle et au début du xx^e, période pendant laquelle le volume des affaires s'est prodigieusement accru, on a calculé que les moyens de paiement devaient s'accroître chaque année d'environ 3 0/0 pour répondre à la demande. Cette proportion a même été dépassée par la France après la guerre de 1870, puisque l'on a vu en huit ans doubler la circulation nécessaire. On peut espérer qu'il en sera encore de même dans l'avenir.

La dépréciation monétaire diminuerait ainsi peu à peu à mesure de l'augmentation des quantités de produits offerts, qui serait le résultat de l'application toujours plus grande des méthodes scientifiques à la production industrielle et agricole.

Au point de vue de l'Etat, l'accroissement de la matière imposable ferait beaucoup plus que compenser l'effet de la baisse des prix. Celle-ci suivrait le développement de la production et de la richesse générale. L'importance relative des dettes contractées en monnaie dépréciée diminuerait.

D'ailleurs, il paraît nécessaire de prendre certaines mesures pour organiser la baisse des prix, qui peut être supportée si elle est lente et régulière, mais qui trouble profondément la production si elle se produit par violents à-coups. C'est surtout au sujet des rapports entre le marché intérieur et le marché extérieur qu'il serait désirable de prendre des précautions, pour remédier autant que possible aux variations trop brusques du change. L'Etat et l'institut d'émission seront probablement amenés à développer l'action qu'ils exercent déjà. L'Etat assure de plus dès à présent le service et le remboursement graduel de la dette extérieure commerciale. Suivant les périodes de l'année où il constitue les provisions nécessaires pour faire face à ses échéances il peut avoir une influence bonne ou mauvaise sur la stabilité relative du change. Il est probable également que la suppression des entraves qui empêchent le libre mouvement des titres et des capitaux assurerait plus de régularité au marché des devises. L'institution d'un marché à terme élargirait la base un peu étroite actuellement des

offres et des demandes de créances sur l'étranger. On pourrait peut-être aussi porter remède dans une certaine mesure à la hausse des changes qui se produit au cours du deuxième semestre, en constituant pendant le premier semestre, lorsque les cours sont relativement bas, des réserves de devises dont la vente ultérieure servirait à atténuer la hausse d'automne. Dans le même ordre d'idées il y a lieu de signaler les précautions qu'il serait nécessaire de prendre si par hasard nous nous trouvions détenir un jour de grosses disponibilités en monnaies étrangères, par suite d'un emprunt international par exemple. Il nous serait très difficile d'en rapatrier le produit en espèces. Nous serions obligés peut-être de le laisser à l'étranger et de n'en toucher que les revenus (1). Cependant il faudrait prendre encore d'autres mesures pour éviter de trop brusques fluctuations des changes, car l'annonce seule de la réussite d'un emprunt de ce genre suffirait à faire monter vivement les cours sans même qu'il y ait aucun transfert de fonds.

Il importe de modérer les fluctuations des changes pour parer à d'autres conséquences encore. Un pays devrait voir normalement la valeur de sa devise hausser parallèlement à l'appréciation de sa monnaie à l'intérieur. Dans le cas contraire il y aurait des moments où tantôt les importations, tantôt les exportations se trouveraient favorisées.

Il faut combattre aussi les demandes de relèvement de droits protecteurs dont la baisse des prix est le prétexte. C'est un sentiment assez répandu chez les produc-

(1) Pour toute la partie qui ne servirait pas à compenser nos dettes extérieures exigibles à bref délai.

teurs que de vouloir essayer de maintenir les prix par ce moyen. En ce qui concerne la production agricole, on a vu demander récemment le relèvement automatique des tarifs pour compenser la baisse des prix. On a même préconisé un plan d'ensemble qui permettrait au moyen d'un relèvement général des droits de douane de maintenir le niveau des prix élevé sur le marché intérieur tout en remontant le franc au pair en remboursant progressivement la Banque de France.

De semblables combinaisons peuvent paraître très ingénieuses en théorie, mais leur mise en pratique ne donnerait certainement pas les résultats que l'on en espère. La surélévation des tarifs douaniers ne peut avoir aucun effet dans le cas où le marché intérieur appartient déjà exclusivement au producteur national. Si le marché reste acquis au producteur étranger malgré le droit, la hausse des droits de douane relève théoriquement le prix du montant du droit que l'Etat encaisse intégralement. Dans le cas intermédiaire, suivant que l'importation étrangère est plus ou moins importante, et cela dépend des conditions de la production nationale, le tarif protecteur joue plus ou moins. Mais il faut tenir compte aussi du fait que les prix se règlent sur la quantité de moyens de paiement. Si donc on poursuit d'autre part une politique de déflation, les prix ne peuvent que baisser dans l'ensemble, tout en restant élevés pour les produits importés, dont la consommation doit par suite se restreindre. En somme la dépréciation monétaire majore tous les prix; la protection douanière ne peut le faire que pour un certain nombre d'entre eux. Le résultat cherché ne serait obtenu que partiellement; par contre,

les moyens mis en œuvre ne manqueraient pas de provoquer des représailles de la part des Etats étrangers. Ils entraîneraient une réduction certaine de l'activité économique du pays, au plus grand dommage de la production, qu'il importe de développer le plus possible.

Notre situation monétaire subira donc l'influence de deux éléments : le réajustement de la circulation à l'accroissement de la richesse, générale, et la politique de déflation résultant des remboursements de l'Etat à la Banque de France. Ces remboursements sont le témoignage apparent de nos efforts pour entraver définitivement l'inflation, condition essentielle pour donner confiance, à l'intérieur et à l'extérieur, dans notre monnaie. Ils permettent aussi de dégager une marge d'émission plus grande pour satisfaire les besoins éventuels d'escomptes et d'avances sur titres. Ils ne sauraient toutefois être trop considérables, sous peine d'apporter de graves perturbations dans la vie économique du pays.

On peut même dire qu'étant donné l'état actuel de la Trésorerie, ils ne peuvent pas dépasser un certain chiffre. C'est au moyen de l'emprunt que l'Etat se procure les billets qu'il remet à la Banque. Les appels qu'il fait au crédit sont en somme illimités, puisque l'émission des bons de la Défense Nationale est ouverte en permanence et que les emprunts à plus long terme n'ont pas de montant déterminé à l'avance. L'Etat reçoit donc tout l'argent qu'on veut bien lui apporter, étant donné les conditions d'intérêt et d'amortissement qu'il offre. Par contre il doit assurer les remboursements demandés pour les bons de la Défense Nationale et si ces demandes sont trop considérables, il peut se trouver gêné dans sa

trésorerie. C'est donc en fin de compte l'afflux de l'épargne dans les caisses de l'Etat qui lui permet de rembourser la Banque et il semble que le montant des bons en circulation en 1922 n'ait subi presque aucun accroissement. L'Etat, qui est par ailleurs obligé de faire des dépenses très fortes pour les régions dévastées, a dû demander à la Banque de France de réduire à un milliard le remboursement de 1922.

Si toute la dette était consolidée, l'Etat se trouverait beaucoup plus libre pour poursuivre une politique vigoureuse de déflation, puisqu'il n'aurait pas à craindre de se voir demander le remboursement de la dette flottante. Mais la consolidation est difficile actuellement, car l'Etat devrait offrir un taux d'intérêt très élevé.

Par conséquent, tant qu'une dette flottante élevée subsistera, on peut penser que la réduction des avances de la Banque présentera de grandes difficultés. Dans le cas même où elle serait possible sur une large échelle, elle ne serait pas désirable. La révision de la convention de 1920, même si elle n'était pas imposée, comme elle vient de l'être, par la situation de la trésorerie, paraîtrait nécessaire pour laisser à l'économie générale du pays le temps de s'améliorer sans trop de heurts.

La situation de la France, malgré les légitimes impatiences de ceux qui souffrent de voir le franc déprécié, impose la plus grande prudence. En voulant trop hâter un rétablissement que beaucoup souhaitent dans le fond, sans vouloir trop l'espérer, on risquerait d'aggraver considérablement une situation déjà très sérieuse.

Si par ailleurs on admet que la restauration monétaire est une œuvre de longue haleine, il semble que la

déflation ait moins d'importance qu'on ne le croit souvent. La réduction de la circulation paraît en effet n'avoir eu qu'une influence réduite sur la restauration monétaire de la plupart des pays qui ont pu revenir au pair antérieur.

CHAPITRE VI

Restaurations monétaires et déflation

L'étude de la politique suivie par un certain nombre d'Etats ayant souffert de l'inflation et opéré l'assainissement de leur monnaie va permettre de se rendre compte du rôle exact joué par la déflation. Il est possible de trouver dans le présent et dans le passé des exemples instructifs.

Il est à l'heure actuelle en Europe deux pays dont la situation monétaire vient de s'améliorer notablement : l'Angleterre et la Tchéco-Slovaquie.

En janvier 1919, le cours de la livre sterling était 4,77 s à la bourse de New-York (1) ; le système de soutien artificiel du change institué pendant la guerre subsistait encore. Puis celui-ci ayant été supprimé, le cours de la livre descendit à 3,39 s en février 1920. Il resta notablement au-dessous de 4 s pendant toute l'année, et tomba même jusqu'à 3,37 s en novembre 1920, soit une perte de 30 0/0. A partir de ce moment, il remonta rapidement, dépassa 4 s en décembre 1921, 4,40 en août

(1) Le pair est de 4,86 2/3.

1922 et 4,60 en décembre de la même année. La perte par rapport au dollar s'est réduite à 5 0/0. L'appréciation de la livre sterling en deux ans a donc été considérable, et à moins de circonstance imprévue, le pair ancien sera atteint prochainement. Un tel résultat a été obtenu par une diminution de l'inflation monétaire et une diminution plus énergique encore de l'inflation de crédit. On sait le très grand effort fiscal qu'a fait l'Angleterre en payant 28,49 0/0 de ses dépenses de guerre par l'impôt et seulement 75,51 0/0 par l'emprunt. Dès 1921, elle a pu équilibrer son budget avec ses ressources normales, et même consacrer un excédent de recettes important à l'amortissement de sa dette. De plus elle a remboursé les avances demandées aux banques au moyen d'emprunts de consolidation. Au 30 juin 1914, les billets émis par la Banque d'Angleterre s'élevaient à £ 29.740.000. De plus il circulait dans le public environ £ 123 millions d'or. En décembre 1920, alors que l'or avait disparu de la circulation, les billets de la Banque d'Angleterre et les Currency notes atteignaient £ 469 millions. En septembre 1922 ce chiffre était tombé à £ 391 millions, la réduction ayant porté uniquement sur les currency notes. Quand cette déflation s'arrêtera-t-elle? Très probablement dès que le change sera redevenu favorable, comme le proposait le rapport provisoire du Comité Cunliffe (1). D'autres indices permettent encore

(1) Ce rapport déclare que lorsque la partie fiduciaire de l'émission aura été réduite à un montant que l'expérience aura montré être compatible avec l'entretien d'une réserve centrale or de 150 millions £ les billets en circulation devront être retirés et remplacés par des billets de la Banque d'Angleterre en petites coupures. La circulation restera donc bien plus élevée qu'avant la guerre.

de constater la déflation de crédit qui s'est accomplie depuis deux ans. En janvier 1921 les dépôts et les avances de neuf banques principales s'élevaient respectivement à £ 1810 millions et 845 millions. En septembre 1922 ces chiffres étaient réduits à £ 1660 millions et 711 millions.

La politique de déflation a certainement joué un rôle important dans le rétablissement monétaire anglais, et on peut attribuer la rapidité de celui-ci à la vigueur de cette politique. L'appréciation monétaire paraît avoir été toutefois proportionnellement plus considérable que la déflation. Certains ont voulu lui attribuer une part importante dans la crise économique que l'Angleterre a subie peut-être plus durement que tout autre pays. Il est bien difficile de le déterminer et les souffrances de ce pays tiennent probablement moins à cette cause qu'au caractère presque exclusivement industriel de son activité économique. L'exemple anglais est donc tout à fait remarquable mais à vrai dire il s'est déroulé dans des circonstances exceptionnelles. La dépréciation de la livre par rapport au dollar a été relativement faible, et la Grande-Bretagne pour qui le commerce extérieur a une importance capitale, avait avantage à acheter meilleur marché des matières premières qu'elle pourrait revendre à un prix moins élevé qu'auparavant après les avoir transformées. La question difficile pour elle a été celle des salaires, mais les réductions obtenues, facilitées par la baisse de prix des denrées alimentaires, pour la plupart importées, lui ont permis d'abaisser ses prix de revient.

La Tchéco-Slovaquie, elle, a dû se constituer une monnaie nationale. L'estampillage des billets de la Banque

d'Autriche-Hongrie qui circulaient sur son territoire, a été accompagné d'une réduction de la circulation, l'Etat retenant, sauf de nombreuses exceptions, 50 0/0 de la valeur des billets. En fait, sur 7 milliards de couronnes présentés à l'estampillage, 2 ont été retenus, mais l'Etat dans la suite a dû en remettre la plus grande partie en circulation. Le point important, c'est qu'il a été mis fin à toute inflation. Un office bancaire a été créé, qui ne peut émettre de nouveaux billets que pour des opérations commerciales. De plus, le Gouvernement a pratiqué une politique financière très énergique, en établissant de lourds impôts. Après une période d'incertitude pendant laquelle le nouvel Etat se consolida, la reprise des affaires, dans un pays très riche, entraîna une augmentation de la circulation. De 10.800 millions de couronnes tchéco-slovaques en janvier 1921 elle atteignit 12.300 millions en octobre. Depuis ce moment, la circulation a diminué jusqu'à 9.700 millions en septembre 1922, soit d'à peu près 20 0/0. Dans le même temps, le cours des 100 couronnes à la bourse de Zurich passait de 7 à 17 francs suisses (1). Il en est résulté pour le pays de très sérieuses difficultés. La baisse des prix intérieurs n'a pu compenser immédiatement la hausse du change, et l'exportation qui s'effectuait dans des pays où la monnaie s'avariait de plus en plus a été à peu près arrêtée, d'où une crise de toute l'industrie et un chômage intense. Ceci montre les inconvénients d'une déflation peut-être trop accentuée et qui devrait être

(1) Au début de décembre 1922, les 100 couronnes ont fléchi jusqu'aux environs de 15 francs suisses, pour se relever en fin de mois à 16 fr. 50.

poursuivie avec la plus grande prudence. Cependant la hausse de la couronne a été bien plus forte que la réduction de la circulation. De plus, à la faveur de l'appréciation de la monnaie nationale, la Tchéco-Slovaquie a pu acheter de grandes quantités de devises étrangères qui lui permettront peut-être d'arriver, dans un certain délai, à stabiliser sa monnaie en la rattachant à l'étalon or, programme qu'elle poursuit depuis 1919. Elle a pris d'autre part des mesures pour maintenir sa capacité d'exportation et pour abaisser les prix intérieurs. L'équilibre budgétaire est par ailleurs bien près d'être rétabli, et le nouvel Etat trouve facilement des prêteurs à l'étranger.

L'effort de restauration monétaire tchéco-slovaque est donc lui aussi très remarquable, et les résultats obtenus paraissent dus en partie à la politique de déflation, mais pour beaucoup aussi à l'amélioration de la situation financière et économique. La stabilisation de la couronne permettra à l'Etat de rembourser à l'office bancaire, sans amener de mouvement dans les prix, la dette gouvernementale qui couvre les billets non gagés. Au début de 1922, le docteur Rasin, ministre des Finances, écrivait : « Nous sommes le seul Etat de l'Europe qui, après la guerre n'a pas augmenté le montant des billets non couverts ; nous sommes aussi le seul qui, au moyen d'un impôt spécial sur le capital, ait réduit de 1/10 le chiffre des billets mis en circulation pendant la guerre. Après la guerre de 1870-71, la France en sept ans et demi, a amorti au moyen des impôts les 1.500 millions de francs qu'elle avait demandés à la presse à billets. Nous aussi nous nous efforcerons de supprimer en

sept ans les billets austro-hongrois qui ont été émis pour notre asservissement ».

En Angleterre et en Tchéco-Slovaquie, la déflation a certainement joué un rôle notable, mais il serait inexact de lui attribuer toute l'amélioration qui a pu être obtenue dans la situation monétaire. Les efforts accomplis dans l'ordre financier et économique y ont contribué pour une très grande part. Le rétablissement de l'équilibre budgétaire et l'augmentation de la production ont exercé une influence moins apparente que la réduction des moyens de paiement, mais certainement très importante. Une déflation moins rapide aurait permis d'éviter nombre d'inconvénients, en laissant aux autres éléments le temps de développer leur action.

L'histoire des restaurations monétaires effectuées au xix^e siècle et au début du xx^e, montre d'ailleurs le rôle restreint qu'a joué la déflation :

Il ne pouvait guère en être autrement pour les pays où l'on s'est contenté de consolider la dépréciation : la Russie en 1892, l'Autriche en 1897, l'Argentine en 1901, le Brésil en 1906. On n'a pas cherché à y réduire la circulation, sinon dans une mesure très restreinte.

Un second groupe se compose des pays où, après une dépréciation plus ou moins sensible, l'ancienne parité a été retrouvée : tel est le cas de la Grèce après 1897, de l'Italie en 1881 et 1904, de la France après la guerre de 1870, des Etats-Unis après la guerre de 1861.

La déflation réalisée dans tous ces pays a été extrêmement faible. C'est plutôt le temps qui a agi, et le développement économique intense auquel on a assisté depuis un siècle. Ils ont permis à une circulation brus-

quement enflée de s'adapter peu à peu aux besoins

Enfin, les seuls véritables cas de déflation notable sont ceux de l'Angleterre après les guerres du premier Empire et du Japon en 1883.

En Angleterre la circulation était de £ 13.300.000 en 1798. Par suite des besoins du Gouvernement, elle atteignit un maximum de £ 27 millions en 1817. A ce moment, on décida qu'il fallait se mettre en mesure de reprendre les paiements en espèces. On pratiqua alors une réduction de la quantité des billets en circulation, réduction qui s'éleva à £ 7 millions. La dépréciation du billet avait atteint 25 0/0 en 1814. Elle redescendit à 2 1/2 0/0 en 1817, remonta à 4 1/2 en 1819 pour disparaître ensuite graduellement. L'Angleterre ne connaissait pas encore l'extraordinaire prospérité dont elle bénéficia peu après.

Parmi tous les exemples dont il vient d'être question, il en est un qui présente pour nous un intérêt particulier, celui des Etats-Unis après la guerre de Sécession. La situation dans laquelle ce pays s'est trouvé alors, présente un certain nombre d'analogies avec la nôtre à l'heure actuelle. C'est ce que rappelait il y a quelques mois le Gouverneur de la Banque de France dans l'allocation qu'il adressait aux banquiers américains visitant notre grand établissement de crédit : « Pour cette œuvre de longue haleine, celle de l'assainissement monétaire, l'Amérique elle-même nous a donné il y a un demi-siècle le plus encourageant exemple. Au lendemain des guerres de Sécession, elle a eu à poursuivre une tâche de redressement monétaire qui s'impose aujourd'hui à la France. Elle a su l'accomplir méthodique-

ment, : progressivement, sans hâte imprudente, avec toute la sagesse, mais aussi toute la ténacité indispensable ».

On trouve une idée analogue sous la plume du rapporteur général de la Commission des Finances du Sénat pour le budget de l'exercice 1922 : « Au lendemain de la guerre de Sécession, on a vu se manifester en Amérique les mêmes craintes que chez nous aujourd'hui. Sous l'influence des émissions de papier-monnaie, les prix avaient dans l'ensemble triplé. Le billet était fortement déprécié par rapport à l'or. Un parti puissant s'était constitué, qui prétendait que toute tentative faite pour assainir la circulation provoquerait la baisse des prix, déclencherait une crise effroyable et réduirait les producteurs à la misère. Or, le 1^{er} janvier 1879 la reprise des paiements en espèces put être effectuée après 17 ans de cours forcé. Aucun trouble n'en est résulté. Bien au contraire, la prospérité des Etats-Unis n'a fait que grandir. Si les prix ont baissé, ce n'a été au détriment ni des recettes budgétaires, ni du bien-être de la population. Un pareil précédent inspire confiance ».

Il importe toutefois de bien se rendre compte des conditions dans lesquelles les Etats-Unis ont subi le cours forcé, et en sont sortis. On sait que pour payer une partie des dépenses de guerre, la Confédération des Etats du Nord émit des billets à cours forcé (1), surnommés greenbacks. A la fin de la guerre il y en avait en circulation pour 400 millions de dollars. La hausse des

(1) Le Gouvernement émit en outre des petites coupures pour servir de monnaies divisionnaires qui atteignirent un maximum de 26 millions et demi de dollars en 1865.

prix atteignit son maximum en 1865 à 217, en prenant 100 pour base en 1860. La prime de l'or s'éleva jusqu'à 185 0/0 en juillet 1864. Le tableau suivant indique les effets de l'inflation sur les prix, la prime de l'or et les salaires, de 1860 à 1878 (1).

Années	États-Unis Index numbers de l'Aldrich report	Angleterre Index numbers de Sauerbeck	Prime de l'or aux États-Unis o/o	Taux des salaires aux États-Unis
1860	100,0	100,0	»	100
1861	100,6	99,6	»	100,7
1862	117,8	105,5	13,3	103,7
1863	148,6	109,3	45,2	118,8
1864	190,5	111,3	103,3	134,0
1865	216,8	105,8	57,3	148,6
1866	191,0	106,5	40,9	155,6
1867	172,2	103,9	38,2	164,0
1868	160,5	103,1	39,7	164,9
1869	153,5	101,9	33,0	167,4
1870	142,3	100,3	14,9	167,1
1871	136,0	102,6	11,7	166,4
1872	138,8	112,5	12,4	167,1
1873	137,5	116,6	13,8	166,1
1874	133,0	107,0	11,2	162,5
1875	127,6	100,3	14,9	158,0
1876	118,2	97,5	11,5	151,4
1877	110,9	97,4	4,3	143,8
1878	101,3	94,2	0,8	140,9

En 1865, la Chambre des Représentants, adoptant les vues du Secrétaire d'Etat Mac Culloch, décida de restreindre la circulation en vue de la reprise des paiements en espèces. En 1866 le Congrès fixa à 10 millions de dol-

(1) G. Pallain. Les changes et les prix.

lars pour les six premiers mois, puis à 4 millions de dollars pour chacun des mois suivants, le montant des billets à retirer. Mais deux ans après l'opération fut suspendue. Sur 400 millions de greenbacks qui avaient été émis, 346 restèrent définitivement dans la circulation. D'ailleurs, pendant que le montant des billets du Gouvernement diminuait, celui des billets des banques nationales augmentait légèrement. Dans l'ensemble, la déflation a été réduite à fort peu de chose.

Les Etats-Unis ont donc pu s'accommoder au bout de peu d'année d'une circulation brusquement accrue, qui tout d'abord avait entraîné la hausse de tous les prix. La baisse de ceux-ci a été obtenue par l'accroissement des besoins de moyens de paiement. Ce réajustement s'explique par le développement économique qui a suivi la guerre. En 1865 la population n'était que de 31 millions d'habitants; quinze ans après elle atteignait 50 millions. De 1865 à 1881 le commerce spécial, importations et exportations réunies est passé de 2.100 millions de francs à 7.500 millions de francs. La mise en valeur des richesses naturelles exceptionnelles du pays fut poussée fiévreusement. C'est à leur prodigieuse prospérité que les Etats-Unis ont dû de pouvoir reprendre les paiements en espèces sans difficulté, et de supporter une baisse des prix importante.

Ce qui s'est produit pour les Etats-Unis s'est produit également, à un degré moindre pour les autres Etats qui ont pu revenir au pair antérieur sans grande déflation. La période qui s'est étendue de 1820 jusqu'à la dernière guerre a été un siècle de développement économique intense. La plupart des nations ont mul-

tiplié dans des proportions inouïes leur production et leurs richesses. Leur population s'est accrue dans presque tous les cas d'une façon très marquée. Or comme les besoins de moyens de payement sont fonction de la prospérité d'un pays, les anciennes émissions à cours forcé ont été absorbées dans les nouvelles émissions nécessaires. En regard de richesses démesurément accrues, l'importance relative des dettes anciennes tant publiques que privées a rapidement décru. L'inflation de la fortune nationale a rendu presque inutile toute déflation monétaire.

CONCLUSION

L'étude qui vient d'être faite permet de déterminer les conditions dans lesquelles il paraît possible d'envisager la restauration monétaire en France. On ne saurait manquer de reconnaître qu'aucune solution n'est exempte d'inconvénients, et que ceux-ci sont souvent graves. Il faut regretter non pas tant qu'on ait eu recours à l'inflation, qui était à peu près inévitable, mais qu'on l'ait poussée aussi loin. Toutefois, rien ne sert de déplorer le passé; il faut prendre la situation telle qu'elle est, et chercher à l'améliorer en tenant compte des possibilités.

Une stabilisation immédiate ou prochaine ne donnerait pas les résultats que certains en attendent. La consolidation de la dépréciation monétaire ne pourrait avoir chance de réussir qu'après une longue période de mesures préparatoires, et une fois réalisés l'arrêt définitif de l'inflation, la couverture des dépenses au moyen des ressources ordinaires, l'équilibre stable de la balance des comptes. Ces conditions sont aussi celles qui rendent possible le retour au pair. Il paraîtrait inacceptable d'abandonner tout espoir d'y revenir, à moins que se présentent des difficultés insurmontables dont l'expé-

rience seule peut démontrer la réalité. La stabilisation serait une faillite partielle à laquelle il serait déplorable de se résigner trop vite.

Si l'on reste dans le cadre du retour au pair, il faudra prendre les mesures nécessaires pour faire baisser lentement les prix et les changes étrangers jusqu'à ce qu'on ait regagné l'ancienne parité. Une fois ce résultat obtenu, il conviendra de consolider le système monétaire, pour assurer son bon fonctionnement, l'équilibre des changes, et les garanties contre toute nouvelle dépréciation.

Dans l'état actuel de nos finances, avec un déficit budgétaire important, une large dette flottante à très court terme et la nécessité d'emprunter pendant plusieurs années encore des sommes considérables, les efforts de l'Etat pour rembourser la Banque peuvent se trouver presque complètement entravés. Des remboursements rapides seraient-ils même possibles qu'il faudrait se garder de les effectuer, sous peine de rendre le poids des impôts et de la dette publique insupportable, et d'entraîner une telle chute des prix qu'il en résulterait un bouleversement profond dans la situation économique, financière et sociale du pays. Il faut, pour que tous les réajustements nécessaires puissent se faire, que le mouvement soit très lent; on ne saurait regretter un excès de prudence. Il faut aussi mettre en œuvre tous les palliatifs qui peuvent remédier dans une certaine mesure à l'instabilité monétaire.

L'amélioration de la situation de nos finances doit être notre préoccupation dominante. Elle fera certainement beaucoup plus pour le redressement du franc qu'une

politique de déflation imprudente. C'est pourquoi il faut tirer de l'Allemagne tout ce qu'elle peut payer, mais aussi avoir l'énergie nécessaire pour ne pas nous laisser acculer, en raison de la défaillance de notre débitrice, à des difficultés inextricables. Des mesures peu goûtées des contribuables seront certainement nécessaires; plus tard elles seront prises, plus elles seront douloureuses.

Toutefois, l'amélioration financière n'est en grande partie possible qu'avec l'amélioration de la situation économique. Il faut laisser à la richesse générale le temps de progresser. Son développement entraînera des plus-values fiscales qui, jointes à la compression énergique des dépenses, permettront d'arriver plus facilement à équilibrer le budget. Il accroîtra aussi les besoins de moyens de paiement, et la baisse des prix résultera naturellement et proportionnellement de l'augmentation de la production, qui seule permettra aux pays épuisés par la guerre de retrouver leur ancienne prospérité.

Il faut donc compter surtout sur nos progrès économiques futurs. Tout ce qui pourra augmenter la richesse générale, contribuera à rendre plus facile notre restauration financière, et partant notre restauration monétaire qui lui est étroitement liée. Il n'est pas douteux que moins grande aura été l'importance de la déflation pour revenir au pair, plus grande aura été la facilité de ce retour. Celui-ci ne peut être envisagé que comme une œuvre de très longue haleine, étant donné le niveau auquel les prix se maintiennent encore. S'il était nécessaire pour que le franc papier vaille à nouveau un franc or, que disparaisse toute la partie de la circulation dépas-

sant celle qui serait couverte par l'encaisse, les effets escomptés et les avances sur titres, cela signifierait que la richesse de la France n'a subi aucune augmentation. Il est bien probable que dans ce cas on se heurterait rapidement à des difficultés insurmontables, et qu'on se trouverait dans la nécessité d'abandonner définitivement toute politique de déflation.

L'Etat ne devrait-il pas, dans les conditions actuelles, cesser tout remboursement à la Banque de France et se contenter d'attendre cette lente amélioration qui constitue presque le seul remède acceptable? Il ne peut en être ainsi, car dans la situation où nous nous trouvons, ces remboursements servent à entretenir la confiance de l'étranger dans notre monnaie et contribuent à préserver celle-ci d'une dépréciation nouvelle toujours à redouter. Ils ont une influence morale qu'il serait imprudent de négliger.

Il importe par conséquent de conserver un programme d'amortissement de la circulation fiduciaire nettement défini, mais de le réduire suffisamment pour tenir compte des possibilités et des délais indispensables. Il faudra donc demander à la Banque de France de modifier la convention de 1920, qui d'ailleurs vient de recevoir une première atteinte. On doit espérer que la Banque acceptera sans trop de difficultés les changements reconnus nécessaires.

Quelle, peut être l'importance de la déflation qu'il y aurait lieu d'envisager? Il est très probable que les besoins de monnaie de papier seront dans l'avenir beaucoup plus grands qu'avant la guerre, et qu'en supposant le franc revenu au pair, une certaine partie des billets resterait

couverte par des engagements de l'Etat. La circulation totale en 1914 se composait en chiffres ronds de 6 milliards de billets et d'une somme égale d'or et d'argent. Les métaux précieux ayant disparu, les espèces devraient être remplacées par du papier. On arriverait déjà à 12 milliards. De plus, il ne s'agit pas de réduire au tiers les prix actuels qui sont plus que triples de ceux d'il y a huit ans : ce que l'on cherche seulement, c'est à ramener le billet au pair de l'or, dont le pouvoir d'achat a baissé. Actuellement, aux Etats-Unis, où la circulation de ce métal est libre et effective, les prix sont de 50 0/0 plus élevés qu'avant la guerre. Si cette dépréciation de l'or subsistait, il faudrait théoriquement 50 0/0 de billets de plus. En fait, il en faudrait peut-être plus encore, car les prix cités sont ceux de gros, et l'écart entre ceux-ci et les prix de détail se maintiendra plus large qu'autrefois. Deux réserves cependant doivent être faites : il est possible qu'en raison de l'afflux de l'or qui, de toutes les parties du monde, se dirige vers les Etats-Unis, les prix s'y élèvent encore un peu ; la baisse des prix à réaliser dans les pays à monnaie dépréciée serait réduite d'autant. Par contre il se produira peut-être une appréciation de l'or en cas de réduction notable de la production, et lorsque le métal jaune sera demandé concurremment par plusieurs Etats ayant rempli les conditions nécessaires pour le recevoir.

Enfin, le développement économique pourra être la cause d'un nouvel accroissement de la quantité de moyens de paiement nécessaire. La circulation future ne descendrait donc guère au-dessous de 20 milliards, ce qui supposerait une déflation déjà considérable de 16 mil-

liards, qui pourrait être obtenue par le remboursement annuel d'un milliard à la Banque de France.

Il y aurait lieu d'ailleurs de procéder au bout de 5 ans, par exemple, à un nouvel examen de la situation monétaire.

A ce moment, la reconstitution des régions libérées serait à peu près terminée; de plus les problèmes des réparations et des dettes interalliées auraient peut-être reçu une solution. En faisant état des indications données par les prix et les changes, et de l'expérience acquise, on pourrait décider s'il convient de poursuivre ou de modifier la politique suivie jusque-là. Il est très difficile d'établir dès maintenant un programme s'étendant sur de longues années, et dont l'application sera susceptible d'être bouleversée par les événements. Les résultats obtenus pourront peut-être à un moment donné permettre de ralentir et même de suspendre la déflation.

Si l'on suppose le retour au pair obtenu et maintenu, le plus difficile aura été fait et il n'y aura plus qu'à résoudre diverses questions d'ordre technique pour établir de nouveau le système monétaire sur des bases stables.

Le problème se posera de savoir ce qu'il convient de faire de la garantie de l'Etat subsistant encore pour une partie de la circulation. Si celui-ci continuait à rembourser la Banque, il tendrait à faire baisser le change au-dessous de la parité métallique. Il y aurait donc des entrées d'or qui viendraient augmenter l'encaisse. On se trouvera alors peut-être aux prises avec les difficultés entraînées par la réduction de la production de l'or qui est la caractéristique de ces dernières années. La

production de l'or nouveau pourra être insuffisante pour répondre à tous les besoins des pays voulant augmenter leurs réserves métalliques. Les autres banques prendront des mesures de défense pour protéger leurs encaisses. On peut concevoir comme remède le maintien d'une partie des réserves d'or à l'étranger, à l'exemple de la Grèce avant la guerre, ou la constitution, comme la Belgique, d'un portefeuille d'effets sur l'étranger servant à répondre aux demandes de change. L'Etat pourrait, au moyen d'un emprunt extérieur, se procurer des crédits et les transférer à la Banque. Il sera probablement possible de consolider en une avance sans intérêt une partie des sommes prêtées par la Banque à l'Etat, avance dont l'importance relative par rapport au total de la circulation diminuerait peu à peu. Dans tous les cas il paraît nécessaire de rejeter à une date indéterminée la reprise de la frappe des pièces d'or, afin de conserver l'encaisse tout entière pour le maintien du change au pair. Cette mesure ne causera aucune gêne au public qui aura depuis de longues années l'habitude d'user exclusivement de la monnaie de papier.

Les difficultés devant lesquelles nous nous sommes trouvés il y a cinquante ans étaient donc infimes en comparaison de celles d'aujourd'hui qui ne pourront être surmontées que par l'accroissement de la production en France. Il sera obtenu par la mise en valeur de toutes nos richesses naturelles, sans oublier celles de notre empire colonial, par l'essor de notre commerce extérieur, qui dès à présent est plus important qu'avant la guerre, par le travail et l'épargne qui en reconstituant et

multipliant les capitaux, sont les véritables facteurs du progrès économique.

En dernière analyse, le développement de la richesse publique peut seul faire les impôts productifs et les finances prospères. Il peut seul aussi donner une solution au problème monétaire dans des conditions appropriées aux circonstances.

Vu :

Le Doyen,
BERTHÉLÉMY.

Vu :

Le Président,
Charles RIST.

Vu et permis d'imprimer :

Le Recteur
de l'Académie de Paris,
Paul APPELL.

BIBLIOGRAPHIE

I. — Ouvrages généraux.

- ARNAUNÉ. — *Monnaie, crédit et change.*
COLSON. — *Traité d'économie politique.* Livre IV.
R.-G. LÉVY. — *Banques d'émission et trésors publics.*
LIESSE. — *Traité des opérations de banque.*
YVES GUYOT et A. RAFFALOVICH. — *Inflation et déflation.*
LEROY Beaulieu. — *Traité de la Science des Finances.*
JUGLAR. — *Les crises commerciales.*
G. PALLAIN. — *Les changes et les prix.*

II. — Publications spéciales à la période 1870-1879.

- Banque de France. — *Rapports et bilans* (1870 à 1879).
BONNET (Victor). — *Causes de la non dépréciation des billets de la Banque de France.* *Revue des deux Mondes* (15 juillet 1874).
BOITEAU. — *L'équilibre des budgets de 1874 et 1875.*
BOULLIERIE (de la). — *Rapport sur l'ensemble de la situation financière de la France* (1871).
COURTOIS (Alphonse). — *Histoire des institutions de crédit.* *Dictionnaires des Finances*, de LÉON SAY, FOYOT, LANJALLEY.
GERMAIN (Henri). — *Discours parlementaires.*
Journal des Economistes (1870 à 1878) passim.
Journal officiel (1870 à 1878). *Débats parlementaires.*
MATHIEU BODET. — *Les finances françaises.*
NEYMARCK. — *Aperçus financiers. Finances contemporaines* (II. *Les budgets*; III. *Questions économiques et financières*).

PÉRIER (Casimir). — *Rapport sur le budget rectifié de l'exercice 1871.*

PUYNODE (Du). — *Les grandes crises financières de la France.*

SAY (Léon). — *Rapport sur le paiement de l'indemnité de guerre. Les finances de la France.*

Statistique de la France (1870 à 1874).

SWARTE (De). — *Le trésor public pendant la guerre de 1870-71.*

WORMS. — *Législation financière.*

III. — Publications spéciales à la période actuelle.

a) Ouvrages et brochures :

DÉCAMPS. — *Les changes étrangers.*

La politique financière et monétaire de la France (Semaine de la Monnaie).

BONNET et AUBOIN. — *Les finances de la France.*

Régimes et circulations monétaires d'après-guerre (Documentation réunie sur l'initiative du Secrétariat de la Société des Nations.

Problèmes financiers d'après-guerre (Conférences organisées par la Société des anciens élèves de l'Ecole des Sciences politiques).

KEYNES. — *Les conséquences économiques de la Paix. La révision du traité.*

MANCHESTER GUARDIAN. — *La reconstruction de l'Europe.*

Travaux préparatoires de la Conférence de Bruxelles (Rapports de MM. GIDE, CASSEL, PIGOU, BRUNS).

Compte rendu des travaux de la Conférence de Bruxelles.

Deuxième Mémoire du professeur CASSEL à la Société des Nations.

Compte rendu des travaux de la Conférence économique de Gênes.

Rapports et bilans de la Banque de France.

Rapports généraux de la Commission des finances de la Chambre sur les budgets de 1922 et 1923.

Rapport général de la Commission des finances du Sénat sur le budget de 1922.

Rapports de la Commission des finances sur le budget des dépenses recouvrables de 1922 (Chambre) et de (1921) (Sénat).

Exposé des motifs du budget de 1923.

RIST. — *Cours (inédit) sur les banques d'émission et les banques de dépôt (1919-1920).*

Cours (inédit) sur la révolution monétaire mondiale (1921-1922).

Le retour à l'or (brochure).

BOKANOWSKI et WOLFF. — *Note sur la stabilisation du franc français (brochure).*

PAYEN. — *La crise monétaire (brochure).*

LALLEMAND. — *L'anarchie monétaire et ses conséquences économiques (brochure).*

b) Publications périodiques et journaux (1920-21-22) :

L'Europe Nouvelle.

Journal des Economistes.

Revue des deux Mondes.

Revue de Paris.

Revue politique et parlementaire.

Revue d'économie politique.

Revue économique internationale.

Le Monde économique.

L'Economiste français.

Revue de science et législation financières.

Bulletin de statistique et législation comparée.

Bulletin de la Société d'études et d'informations économiques.

Débats parlementaires sur les réparations, les questions financières et les budgets.

Journal le Temps. Bulletin journalier de politique étrangère.

Articles divers (passim). Chronique financière.

Journal des Débats. Chronique financière.

TABLE DES MATIERES

	Pages
INTRODUCTION	1
PREMIERE PARTIE. — Le problème monétaire après la guerre de 1870-71.....	19
CHAPITRE I. — Le cours forcé.....	19
CHAPITRE II. — Les conséquences du cours forcé.....	27
CHAPITRE III. — La solution du problème monétaire.....	51
DEUXIEME PARTIE. — Le problème monétaire après la guerre de 1914-1918	73
CHAPITRE I. — La situation actuelle.....	73
CHAPITRE II. — Les solutions proposées.....	99
CHAPITRE III. — Les influences internationales....	124
CHAPITRE IV. — De l'impossibilité d'une solution immédiate	134
CHAPITRE V. — Les éléments d'une solution.....	148
CHAPITRE VI. — Restaurations monétaires et défla- tion	166
CONCLUSION	177
BIBLIOGRAPHIE	185
